

BAB IV

HASIL DAN PEMBAHASAN

4.1 Gambaran Umum

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis pengaruh *Corporate Social Responsibility* (CSR) dan *Leverage* terhadap volatilitas harga saham, serta peran *Tax avoidance* sebagai variabel moderasi pada perusahaan non-keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI). Penelitian menggunakan pendekatan kuantitatif dengan memanfaatkan data sekunder yang diperoleh dari laporan tahunan (*annual report*) dan laporan keberlanjutan (*sustainability report*) yang dipublikasikan melalui situs resmi Bursa Efek Indonesia maupun situs resmi masing-masing perusahaan, dengan data keuangan yang diakses melalui database Bloomberg.

Objek dalam penelitian ini adalah perusahaan non-keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada periode 2020–2024. Berdasarkan data yang diperoleh, jumlah keseluruhan perusahaan non-keuangan yang tercatat di Bursa Efek Indonesia selama periode penelitian sebanyak 845 perusahaan. Selanjutnya, dilakukan proses seleksi sampel berdasarkan kriteria yang telah ditetapkan untuk memperoleh sampel yang sesuai dengan tujuan penelitian. Hasil seleksi tersebut menghasilkan sejumlah observasi yang digunakan dalam analisis data panel dan disajikan pada Tabel 4.1.

Tabel 4 1
Hasil Redaksional

No	Kriteria Pemilihan Sampel	Jumlah Perusahaan per Tahun					Akumulasi Sampel
		2020	2021	2022	2023	2024	
1	Perusahaan non-keuangan terdaftar di BEI periode 2020–2024	845	845	845	845	845	845
2	Tidak konsisten menerbitkan laporan keuangan & tahunan	(69)	(69)	(69)	(69)	(69)	785
3	Tidak memiliki data ESG Disclosure maupun harga saham sama sekali	(660)	(660)	(660)	(660)	(660)	125
4	Observasi lengkap kurang dari 3 tahun selama 2020–2024	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	125
5	Tidak memiliki data harga saham lengkap untuk menghitung volatilitas harga saham	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	125
6	Mengalami delisting selama periode 2020–2024	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	125
	Jumlah perusahaan sampel akhir (unbalanced panel)	125	125	125	125	125	125
	Observasi data lengkap (dipakai)	57	113	119	119	109	517
	Observasi data tidak lengkap	68	12	6	6	16	108

Berdasarkan proses seleksi sampel pada Tabel 4.1, diperoleh sampel akhir sebanyak 125 perusahaan non-keuangan dengan total 625 observasi selama periode 2020–2024. Namun, karena tidak semua perusahaan memiliki data yang lengkap pada setiap tahun pengamatan, jumlah observasi yang digunakan dalam analisis regresi panel adalah sebanyak 517 observasi (*unbalanced panel*). Daftar lengkap perusahaan yang menjadi sampel dalam penelitian ini disajikan pada lampiran.

4.2 Statistika Deskriptif

Statistik deskriptif digunakan untuk memberikan gambaran umum mengenai karakteristik data melalui nilai rata-rata (*mean*), median, nilai maksimum, nilai minimum, dan standar deviasi yang digunakan dalam penelitian. Berdasarkan hasil pengolahan data menggunakan EViews, statistik deskriptif seluruh variabel penelitian dengan 517 observasi disajikan sebagai berikut:

Tabel 4 2
Hasil Uji Deskriptif

Variabel	Mean	Median	Maximum	Minimum	Std. Dev.
VOL	0.127914	0.092129	3.372666	0.000000	0.179170
ESG	47.83599	48.26500	78.21000	13.66000	11.82754
LEV	22.32508	19.79500	145.2000	0.000000	19.02385
ETR	23.80926	22.10000	155.0400	0.000000	16.21524
ROA	7.983541	5.790000	68.30000	0.010000	7.925485
SIZE	13.25467	13.28347	14.67378	11.77878	0.546836
COVID	0.108949	0.000000	1.000000	0.000000	0.311879

Sumber : Data diolah penulis

Berdasarkan hasil analisis statistik deskriptif pada tabel di atas, dapat diketahui bahwa variabel Volatilitas Harga Saham (VOL) memiliki nilai rata-rata (mean) sebesar 0,127914 dengan nilai maksimum 3,372666, nilai minimum 0,000000, dan standar deviasi sebesar 0,179170. Nilai standar deviasi yang lebih besar dari nilai mean mengindikasikan bahwa data volatilitas harga saham pada perusahaan sampel memiliki variasi (heterogenitas) yang cukup tinggi antar perusahaan.

Variabel ESG menunjukkan nilai rata-rata sebesar 47,83599 dengan nilai maksimum 78,21000 dan nilai minimum 13,66000. Standar deviasi sebesar 11,82754 yang lebih kecil dibandingkan nilai mean menunjukkan bahwa tingkat pengungkapan ESG pada perusahaan sampel relatif homogen atau tidak terlalu beragam.

Variabel *Leverage* (LEV) memiliki nilai rata-rata sebesar 22,32508 dengan nilai maksimum 145,2000 dan nilai minimum 0,000000. Standar deviasi sebesar 19,02385 yang mendekati nilai mean mengindikasikan adanya variasi tingkat *Leverage* yang cukup besar antar perusahaan non keuangan yang menjadi sampel penelitian.

Variabel *Effective Tax Rate* (ETR), sebagai proksi *Tax avoidance*, memiliki nilai rata-rata sebesar 23,80926 dengan nilai maksimum 155,0400 dan nilai minimum 0,000000. Standar deviasi sebesar 16,21524 menunjukkan bahwa terdapat variasi yang cukup tinggi dalam praktik penghindaran pajak

pada perusahaan sampel, di mana semakin rendah nilai ETR mengindikasikan semakin tingginya tingkat *Tax avoidance* yang dilakukan perusahaan.

Variabel *Return on Assets* (ROA) memiliki nilai rata-rata sebesar 7,983541 dengan nilai maksimum 68,30000 dan nilai minimum 0,010000. Standar deviasi sebesar 7,925485 yang hampir sama besar dengan nilai mean menunjukkan adanya variasi profitabilitas yang cukup tinggi di antara perusahaan sampel.

Variabel ukuran perusahaan (SIZE) memiliki nilai rata-rata sebesar 13,25467 dengan nilai maksimum 14,67378 dan nilai minimum 11,77878. Standar deviasi yang sangat kecil, yaitu sebesar 0,546836, menunjukkan bahwa ukuran perusahaan pada sampel penelitian relatif homogen dan tidak terlalu bervariasi.

Variabel COVID sebagai variabel dummy memiliki nilai rata-rata sebesar 0,108949 dengan nilai maksimum 1,000000 dan nilai minimum 0,000000. Standar deviasi sebesar 0,311879 yang lebih besar dari nilai mean adalah hal yang wajar pada variabel dummy, mengingat sebagian besar periode observasi berada di luar masa pandemi COVID-19 (bernilai 0), sehingga proporsi data bernilai 1 relatif kecil.

4.3 Analisis Data

4.3.1 Analisis Model Regresi Data Panel

Pada tahap awal analisis regresi data panel, penelitian ini melakukan estimasi menggunakan tiga pendekatan, yaitu Common Effect Model

(CEM), *Fixed Effect Model* (FEM), dan *Random Effect Model* (REM). Estimasi ketiga model ini dilakukan untuk melihat perbedaan hasil regresi dari masing-masing pendekatan sebelum dilakukan pemilihan model terbaik (Basuki, 2021).

Mengingat penelitian ini menggunakan dua model persamaan regresi, yaitu Model 1 (tanpa moderasi) dan Model 2 (dengan moderasi *Tax avoidance*), maka estimasi CEM, FEM, dan REM dilakukan sebanyak dua kali secara terpisah untuk masing-masing model. Dengan demikian, pemilihan model terbaik juga dilakukan secara terpisah untuk Model 1 dan Model 2 guna memastikan pendekatan estimasi yang paling tepat pada setiap model persamaan.

Tabel 4 3
Analisis Model Regresi I

Variabel	CEM Koefisien	CEM Prob	FEM Koefisien	FEM Prob	REM Koefisien	REM Prob
ESG	-0.002597	0.0004	-0.002491	0.2337	-0.002667	0.0022
LEV	0.000790	0.0679	0.004133	0.0009	0.001135	0.0297
ROA	0.003772	0.0003	0.004108	0.0241	0.004128	0.0004
SIZE	0.010746	0.4945	-0.281104	0.0033	0.005877	0.7654
COVID	0.053727	0.0318	0.038167	0.1625	0.063723	0.0052
C	0.054044	0.7833	3.843016	0.0019	0.113479	0.6438
R ²	0.057176		0.454891		0.060617	
Adj. R ²	0.047951		0.273189		0.051426	
F- statistic	6.197799		2.503491		6.594865	
Prob (F- stat)	0.000014		0.000000		0.000006	

Sumber: Output EViews, data diolah penulis

Berdasarkan tabel hasil estimasi regresi data panel di atas, dilakukan tiga pendekatan model, yaitu *Common Effect Model* (CEM), *Fixed Effect*

Model (FEM), dan Random Effect Model (REM), untuk mengetahui pengaruh ESG, *Leverage* (LEV), ROA, ukuran perusahaan (SIZE), dan COVID terhadap volatilitas harga saham (VOL).

Pada model CEM, diperoleh nilai R-squared sebesar 0,057176 dan Adjusted R-squared sebesar 0,047951, yang berarti variabel independen dalam model ini hanya mampu menjelaskan sekitar 4,8% variasi volatilitas harga saham. Nilai Prob (F-stat) sebesar 0,000014 ($< 0,05$) menunjukkan bahwa model ini secara keseluruhan signifikan. Secara parsial, variabel ESG ($p = 0,0004$) dan ROA ($p = 0,0003$) berpengaruh signifikan, COVID juga signifikan pada taraf 5% ($p = 0,0318$), sementara LEV hanya signifikan pada taraf 10% ($p = 0,0679$), dan SIZE tidak signifikan ($p = 0,4945$).

Pada model FEM, nilai R-squared meningkat cukup besar menjadi 0,454891 dengan Adjusted R-squared sebesar 0,273189, menunjukkan kemampuan model menjelaskan variasi VOL yang jauh lebih baik dibandingkan CEM setelah memperhitungkan efek individu (cross-section fixed). Model ini juga signifikan secara keseluruhan (Prob F-stat = 0,000000). Pada model ini, variabel yang signifikan adalah LEV ($p = 0,0009$), ROA ($p = 0,0241$), dan SIZE ($p = 0,0033$) dengan arah koefisien negatif, sedangkan ESG ($p = 0,2337$) dan COVID ($p = 0,1625$) tidak signifikan.

Pada model REM, diperoleh nilai R-squared sebesar 0,060617 dan Adjusted R-squared sebesar 0,051426, dengan model yang signifikan secara keseluruhan (Prob F-stat = 0,000006). Pada model ini, seluruh variabel kecuali SIZE terbukti signifikan, yaitu ESG ($p = 0,0022$), LEV ($p = 0,0297$), ROA ($p = 0,0004$), dan COVID ($p = 0,0052$), sementara SIZE tidak signifikan ($p = 0,7654$).

Hasil ketiga model menunjukkan adanya perbedaan, baik dari sisi besaran koefisien, tingkat signifikansi variabel, maupun nilai R-squared. Oleh karena itu, untuk menentukan model yang paling tepat digunakan dalam penelitian ini, perlu dilakukan pengujian pemilihan model, yaitu Uji Chow (untuk memilih antara CEM dan FEM), Uji Hausman (untuk memilih antara FEM dan REM), serta apabila diperlukan Uji Lagrange Multiplier (untuk memilih antara CEM dan REM).

Tabel 4 4
Analisis Model Regresi 2

Variabel	CEM Koefisien	CEM Prob	FEM Koefisien	FEM Prob	REM Koefisien	REM Prob
ESG	-0.002403	0.0625	-0.000401	0.8747	-0.002075	0.1369
LEV	0.000896	0.2298	0.004310	0.0020	0.001423	0.0741
ETR	0.001235	0.5372	0.003998	0.1117	0.002262	0.2623
ESGXETR	-1.15E-05	0.7864	-6.76E-05	0.2059	-2.86E-05	0.5044
LEVXETR	-5.76E-06	0.7824	-1.41E-05	0.5474	-1.21E-05	0.5539
ROA	0.003902	0.0002	0.004461	0.0180	0.004322	0.0003
SIZE	0.012640	0.4279	-0.284103	0.0032	0.007981	0.6903
COVID	0.050053	0.0487	0.039432	0.1544	0.060130	0.0095
C	0.005982	0.9769	3.767801	0.0025	0.036667	0.8866
R ²	0.058942		0.458191		0.063897	
Adj. R ²	0.044034		0.270478		0.049067	
F-statistic	3.953728		2.440912		4.308803	
Prob (F-stat)	0.000149		0.000000		0.000049	

Sumber: Output EViews, data diolah

Berdasarkan tabel hasil estimasi regresi data panel Model 2 di atas, yang menambahkan variabel moderasi *Tax avoidance* (ETR) yang berinteraksi dengan ESG dan LEV (ESGXETR dan LEVXETR), dilakukan estimasi dengan tiga pendekatan, yaitu CEM, FEM, dan REM.

Pada model CEM, diperoleh R-squared sebesar 0,058942 dan Adjusted R-squared sebesar 0,044034, dengan model yang signifikan secara keseluruhan (Prob F-stat = 0,000149). Pada model ini, variabel yang signifikan adalah ROA ($p = 0,0002$) dan COVID ($p = 0,0487$), sementara ESG hanya signifikan pada taraf 10% ($p = 0,0625$). Variabel interaksi ESGXETR ($p = 0,7864$) dan LEVXETR ($p = 0,7824$) belum menunjukkan pengaruh yang signifikan.

Pada model FEM, R-squared meningkat signifikan menjadi 0,458191 dengan Adjusted R-squared sebesar 0,270478, dan model ini juga signifikan secara keseluruhan (Prob F-stat = 0,000000). Variabel yang signifikan pada model ini adalah LEV ($p = 0,0020$), ROA ($p = 0,0180$), dan SIZE ($p = 0,0032$, dengan arah negatif), sementara ESG, ETR, ESGXETR, LEVXETR, dan COVID tidak signifikan.

Pada model REM, diperoleh R-squared sebesar 0,063897 dan Adjusted R-squared sebesar 0,049067, dengan model signifikan secara keseluruhan (Prob F-stat = 0,000049). Variabel yang signifikan pada

model ini adalah ROA ($p = 0,0003$) dan COVID ($p = 0,0095$), sedangkan ESG, LEV, ETR, ESGXETR, LEVXETR, dan SIZE tidak signifikan.

Secara umum, pada ketiga model tersebut variabel interaksi ESGXETR dan LEVXETR konsisten menunjukkan hasil yang tidak signifikan, sehingga pada tahap ini belum dapat disimpulkan adanya efek moderasi *Tax avoidance* terhadap hubungan ESG dan *Leverage* dengan volatilitas harga saham. Untuk menentukan model mana yang paling sesuai digunakan sebagai dasar interpretasi akhir, perlu dilakukan Uji Chow, Uji Hausman, dan/atau Uji Lagrange Multiplier, sebagaimana dilakukan pada Model 1.

4.3.2 Pemilihan Model Regresi Data Panel

Analisis regresi data panel dalam penelitian ini dilakukan menggunakan dua model persamaan. Model 1 merupakan model tanpa moderasi yang menguji pengaruh langsung CSR dan *Leverage* terhadap volatilitas harga saham. Model 2 merupakan model dengan moderasi yang menambahkan variabel *Tax avoidance* beserta variabel interaksinya untuk menguji peran *Tax avoidance* dalam memoderasi hubungan CSR dan *Leverage* terhadap volatilitas harga saham. Sebelum dilakukan estimasi, terlebih dahulu dilakukan pemilihan model regresi panel yang paling tepat melalui tiga tahap pengujian, yaitu Chow Test, Hausman Test, dan Lagrange Multiplier (LM) Test.

4.3.2.1 Model 1 (Tanpa Moderasi)

1. Uji Chow Model I

Uji Chow dilakukan untuk memilih antara Common Effect Model (CEM) dan *Fixed Effect Model* (FEM). Hipotesis yang digunakan adalah H0: Common Effect Model lebih baik dan H1: *Fixed Effect Model* lebih baik. Apabila nilai probabilitas Cross-section F lebih kecil dari $\alpha = 0,05$ maka H0 ditolak dan FEM lebih tepat digunakan dibandingkan CEM.

Tabel 4 5
Hasil Uji Chow Model 1

Uji Pemilihan Model	Effect Test	Probability	Hasil
Uji Chow	Cross-section F	0,0000	FEM

Sumber: Output EViews, data diolah

Berdasarkan Tabel 4.5, hasil Uji Chow pada Model 1 menunjukkan nilai probabilitas Cross-section F sebesar 0,0000 yang lebih kecil dari $\alpha = 0,05$, sehingga H0 ditolak. Dengan demikian, *Fixed Effect Model* (FEM) lebih tepat digunakan dibandingkan Common Effect Model (CEM) pada Model 1. Selanjutnya dilakukan Uji Hausman untuk menentukan apakah FEM lebih baik dibandingkan Random Effect Model (REM).

2. Uji Hausman Model 1

Uji Hausman dilakukan untuk memilih antara *Fixed Effect Model* (FEM) dan Random Effect Model (REM). Hipotesis yang digunakan adalah H0: Random Effect Model lebih baik dan H1: *Fixed Effect*

Model lebih baik. Apabila nilai probabilitas Cross-section random lebih kecil dari $\alpha = 0,05$ maka H_0 ditolak dan FEM lebih tepat digunakan dibandingkan REM.

Tabel 4 6
Hasil Uji Hausman Model I

Uji Pemilihan Model	Effect Test	Probability	Hasil
Uji Hausman	Cross-section random	0,0005	FEM

Sumber: Data diolah penulis

Berdasarkan Tabel 4.6, hasil Uji Hausman pada Model 1 dengan probabilitas sebesar 0,0005 yang lebih kecil dari $\alpha = 0,05$, sehingga H_0 ditolak. Dengan demikian, *Fixed Effect Model* (FEM) lebih tepat digunakan dibandingkan Random Effect Model (REM) pada Model 1. Berdasarkan hasil Uji Chow dan Uji Hausman, dapat disimpulkan bahwa model terbaik yang digunakan untuk estimasi Model 1 adalah *Fixed Effect Model* (FEM).

4.3.2.2 Model II (Moderasi)

1. Uji Chow Model 2

Tabel 4 7
Hasil Uji Chow Model II

Uji Pemilihan Model	Effect Test	Probability	Hasil
Uji Chow	Cross-section F	0,0000	FEM

Sumber: Data diolah penulis

Berdasarkan Tabel 4.7, hasil Uji Chow pada Model 2 menunjukkan nilai probabilitas Cross-section F sebesar 0,0000 yang lebih kecil dari tingkat signifikansi $\alpha = 0,05$, sehingga H_0 ditolak. Dengan demikian, *Fixed Effect Model* (FEM) lebih tepat digunakan dibandingkan Common Effect Model (CEM) pada Model 2. Selanjutnya dilakukan Uji Hausman untuk menentukan apakah FEM lebih baik dibandingkan Random Effect Model (REM).

2. Uji Hausman Model II

Tabel 4 8
Hasil Uji Hausman Model II

Uji Pemilihan Model	Effect Test	Probability	Hasil
Uji Hausman	Cross-section random	0,0036	FEM

Sumber: Data diolah penulis

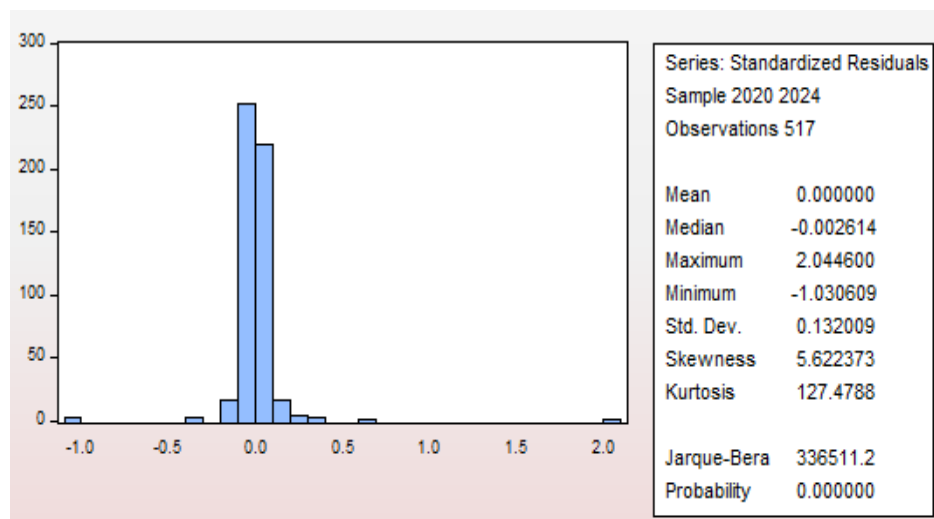
Berdasarkan Tabel 4.8, hasil Uji Hausman pada Model 2 menunjukkan nilai Chi-Square statistik sebesar 22,794523 dengan probabilitas sebesar 0,0036 yang lebih kecil dari tingkat signifikansi $\alpha = 0,05$, sehingga H_0 ditolak. Dengan demikian, *Fixed Effect Model* (FEM) lebih tepat digunakan dibandingkan Random Effect Model (REM) pada Model 2. Berdasarkan hasil Uji Chow dan Uji Hausman, dapat disimpulkan bahwa model terbaik yang digunakan untuk estimasi Model 2 adalah *Fixed Effect Model* (FEM), konsisten dengan hasil pemilihan model pada Model 1.

4.3.3 Uji Asumsi Klasik

4.3.3.1 Uji Normalitas

1. Uji Normalitas Model I

Berdasarkan hasil uji normalitas menggunakan metode Jarque-Bera pada Model 1, diperoleh nilai statistik Jarque-Bera sebesar 144,7009 dengan nilai probabilitas sebesar 0,0000. Nilai probabilitas tersebut lebih kecil dari tingkat signifikansi $\alpha = 0,05$ sehingga H_0 ditolak, yang berarti residual dalam Model 1 tidak berdistribusi normal (Gujarati & Porter, 2009). Ketidaknormalan ini menunjukkan terdapat ketidakseimbangan distribusi data yang dipengaruhi oleh nilai-nilai ekstrem serta karakteristik data penelitian.



Gambar 4 1
Uji Normalitas Model I

Berdasarkan hasil uji normalitas menggunakan histogram dan uji Jarque-Bera pada residual standardized dengan jumlah observasi sebanyak 517, diperoleh nilai Jarque-Bera sebesar 336.511,2 dengan nilai probabilitas sebesar 0,000000. Karena nilai probabilitas tersebut lebih kecil dari taraf signifikansi 0,05 ($0,000000 < 0,05$), maka dapat disimpulkan bahwa residual model tidak terdistribusi normal.

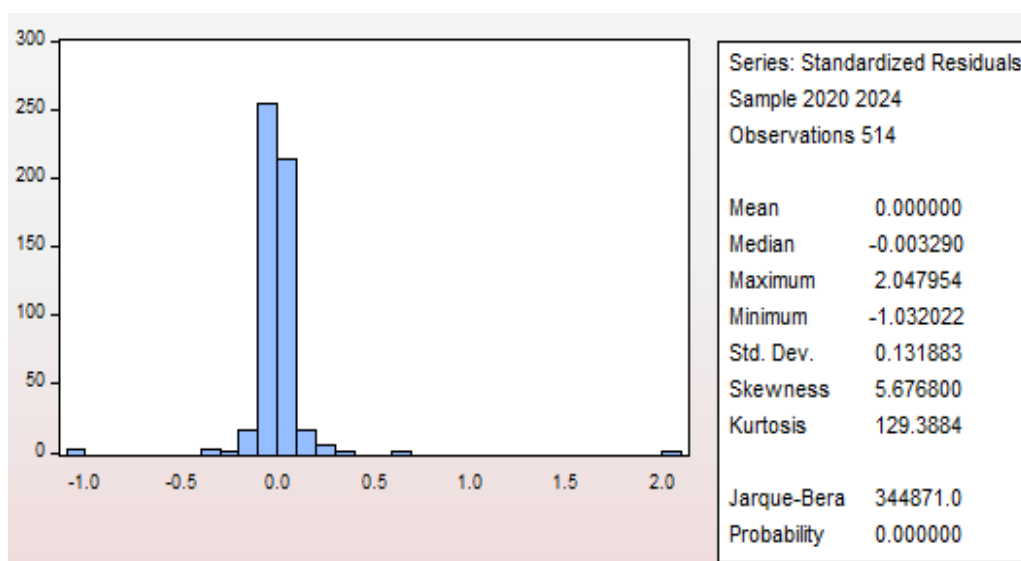
Kondisi tersebut dapat dipahami mengingat karakteristik data yang digunakan dalam penelitian ini. Pertama, tidak semua perusahaan non-keuangan yang terdaftar di BEI memiliki data ESG score yang tersedia di Bloomberg, sehingga sampel penelitian menjadi lebih terbatas dan berpotensi menghasilkan distribusi yang tidak merata. Kedua, periode pengamatan 2020–2024 mencakup masa pandemi COVID-19 yang menyebabkan pergerakan harga saham sangat ekstrem pada tahun 2020, sehingga terdapat nilai-nilai outlier yang memengaruhi distribusi residual. Ketiga, adanya beberapa data yang tidak tersedia (missing) pada variabel-variabel tertentu menyebabkan jumlah observasi yang digunakan menjadi tidak seimbang (unbalanced panel).

Tidak terpenuhinya asumsi normalitas ini cukup umum terjadi pada data panel dengan jumlah observasi yang besar ($n = 517$), terutama jika terdapat variabel dengan rentang nilai yang lebar atau adanya outlier, seperti yang terlihat dari nilai Maximum (2,044600) dan Minimum (-1,030609) yang cukup jauh dari nilai rata-rata. Namun, berdasarkan Central Limit Theorem, pada sampel besar (umumnya $n > 30$),

pelanggaran asumsi normalitas residual sering kali dianggap tidak terlalu berdampak signifikan terhadap validitas estimasi (Gujarati & Porter, 2009), sehingga model masih dapat digunakan, terutama apabila tujuan utamanya adalah uji hipotesis terhadap koefisien regresi secara individual maupun simultan.

2. Uji Normalitas Model II

Hasil uji normalitas Model 2 konsisten dengan hasil Model 1, di mana kedua model menunjukkan residual yang tidak berdistribusi normal. Kondisi ini dapat dipahami mengingat Model 2 menggunakan variabel-variabel yang sama dengan Model 1 dengan tambahan variabel moderasi *Tax avoidance* dan variabel interaksi, sehingga karakteristik distribusi residualnya tidak berbeda jauh. Penambahan variabel interaksi ESGXETR dan LEVXETR yang merupakan hasil perkalian antar variabel turut berkontribusi pada munculnya nilai-nilai ekstrem yang memengaruhi distribusi residual.



Gambar 4 2
Uji Normalitas Model II

Meskipun asumsi normalitas tidak terpenuhi pada kedua model, hasil estimasi tetap dapat digunakan dalam penelitian ini berdasarkan Central Limit Theorem yang menyatakan bahwa dengan jumlah observasi yang besar yaitu 343 observasi, distribusi sampling akan cenderung mendekati normal sehingga pengujian statistik tetap dapat dilakukan secara valid (Gujarati & Porter, 2009; Wooldridge, 2012). Dengan demikian, pelanggaran asumsi normalitas pada Model 2 tidak mempengaruhi validitas hasil estimasi dan pengujian hipotesis yang dilakukan.

4.3.3.2 Uji Multikolinearitas

1. Uji Multikolinearitas Model I

Uji multikolinearitas dilakukan untuk mendeteksi ada atau tidaknya hubungan linear yang kuat antar variabel independen dalam model regresi. Metode yang digunakan adalah Variance Inflation Factor (VIF) dengan ketentuan apabila nilai Centered VIF < 10 maka tidak terdapat masalah multikolinearitas (Ghozali, 2021).

Tabel 4 9
Uji Multikolinearitas Model I

Variabel	Centered VIF
ESG	1,2189
LEV	1,1589
ROA	1,1398
SIZE	1,2476
COVID	1,0379

Sumber : Output Eviews, data diolah penulis

Berdasarkan Tabel 4.9, hasil uji multikolinearitas Model 1 menunjukkan bahwa seluruh variabel independen memiliki nilai Centered VIF di bawah 10. Seluruh nilai VIF tersebut jauh di bawah batas toleransi 10, sehingga dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat masalah multikolinearitas antar variabel independen pada Model 1. Dengan demikian, hasil estimasi Model 1 tidak terganggu oleh adanya hubungan linear yang kuat antar variabel independen dan koefisien regresi yang dihasilkan dapat diinterpretasikan secara valid.

2. Uji Multikolinearitas Model II

Tabel 4 10
Uji Multikolinearitas Model II

Variabel	Centered VIF
ESG	3,8754
LEV	3,3598
ETR	17,591
ESGXETR	21,377
LEVXETR	5,6179
ROA	1,1594
SIZE	1,2686
COVID	1,0433

Sumber: Output EViews, data diolah penulis

Berdasarkan Tabel 4.10, hasil uji multikolinearitas Model 2 menunjukkan bahwa sebagian besar variabel independen memiliki nilai Centered VIF di bawah 10. Namun, variabel TA dan ESGXETR menunjukkan nilai Centered VIF masing-masing sebesar 17,591 dan 21,377 yang melebihi batas toleransi 10. Kondisi ini merupakan hal

yang wajar dan umum terjadi pada model yang mengandung variabel interaksi atau moderasi, karena secara matematis variabel interaksi (ESGXETR dan LEVXETR) merupakan hasil perkalian dari variabel-variabel pembentuknya sehingga secara alami akan berkorelasi tinggi dengan variabel ESG, LEV, dan TA (Hair et al., 2019). Multikolinearitas yang terjadi pada variabel interaksi ini tidak mengindikasikan adanya masalah serius dalam model, karena merupakan konsekuensi yang tidak dapat dihindari dalam Moderated Regression Analysis (MRA) dan tidak mempengaruhi validitas hasil estimasi secara keseluruhan (Ghozali, 2021). Dengan demikian, model tetap dapat digunakan untuk pengujian hipotesis selanjutnya.

4.3.3.3 Uji Heteroskedastisitas

1. Uji Heteroskedastisitas Model I

Heteroskedastisitas menggunakan Panel Cross-section Heteroskedasticity Likelihood Ratio (LR) Test, dengan hipotesis nol (H_0) menyatakan bahwa residual bersifat homoskedastis. Berdasarkan hasil pengujian, diperoleh nilai Likelihood ratio sebesar 1367,741 dengan degree of freedom (df) sebesar 125 dan nilai probabilitas sebesar 0,0000. Karena nilai probabilitas tersebut lebih kecil dari taraf signifikansi 0,05 ($0,0000 < 0,05$), maka H_0 ditolak, yang berarti residual pada model regresi data panel ini bersifat heteroskedastis atau memiliki varians yang tidak konstan antar cross-section (perusahaan).

Tabel 4 11
Uji Heteroskedasitas Model I

Nilai LR	df	Prob
1367,741	125	0,000

Sumber: Output EViews, data diolah

Berdasarkan temuan tersebut, model regresi data panel pada penelitian ini kemudian diestimasi ulang dengan mengganti metode *coefficient covariance* menjadi Cross-section SUR dengan Panel Corrected Standard Error (PCSE). Penggunaan metode ini bertujuan khusus untuk mengatasi masalah heteroskedastisitas yang telah terdeteksi sebelumnya, bukan untuk mengatasi masalah asumsi klasik lainnya seperti autokorelasi atau multikolinearitas. Dengan menggunakan SUR PCSE, standard error pada hasil estimasi menjadi lebih robust terhadap heteroskedastisitas, sehingga hasil pengujian hipotesis (uji t dan uji F) pada model menjadi lebih valid dan dapat diandalkan, meskipun varians residual antar unit cross-section tidak homogen.

2. Uji Heteroskedasitas Model II

Tabel 4 12
Uji Heteroskedasitas Model II

Nilai LR	df	Prob
1367,741	125	0,000

Sumber: Output EViews, data diolah

Berdasarkan hasil pengujian, diperoleh nilai Likelihood ratio sebesar 1391,123 dengan degree of freedom (df) sebesar 125 dan nilai probabilitas sebesar 0,0000. Karena nilai probabilitas tersebut lebih kecil dari taraf signifikansi 0,05 ($0,0000 < 0,05$), maka H_0 ditolak, yang berarti residual pada model regresi data panel Model 2 ini juga bersifat heteroskedastis.

Berdasarkan temuan tersebut, sama seperti pada Model 1, estimasi Model 2 kemudian dilakukan ulang dengan menggunakan metode *coefficient covariance* Cross-section SUR dengan Panel Corrected Standard Error (PCSE), yang bertujuan khusus untuk mengatasi masalah heteroskedastisitas yang telah terdeteksi tersebut, sehingga standard error pada hasil estimasi menjadi lebih robust dan hasil pengujian hipotesis pada model menjadi lebih valid untuk diinterpretasikan.

4.3.3.4 Uji Autokorelasi

1. Uji Autokorelasi Model I

Uji autokorelasi dilakukan untuk mendeteksi ada atau tidaknya korelasi antara residual pada periode tertentu dengan residual pada periode sebelumnya dalam model regresi data panel. Pengujian autokorelasi dalam penelitian ini menggunakan statistik Durbin-Watson (DW) dengan ketentuan bahwa nilai DW yang mendekati angka 2 mengindikasikan tidak adanya autokorelasi, nilai $DW < 1,5$

mengindikasikan adanya autokorelasi positif, dan nilai $DW > 2,5$ mengindikasikan adanya autokorelasi negatif (Gujarati & Porter, 2009).

Tabel 4 13
Uji Autokorelasi Model I

Keterangan	Nilai
Durbin-Watson stat	2,08556

Sumber: Output EViews, data diolah

Berdasarkan Tabel 4.13, hasil uji autokorelasi Model 1 menunjukkan nilai Durbin-Watson sebesar 2,08556. maka dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat masalah autokorelasi pada model regresi ini, atau dengan kata lain, tidak ada korelasi antara residual pada periode tertentu dengan residual pada periode sebelumnya. Dengan terpenuhinya asumsi non-autokorelasi ini, maka estimasi koefisien regresi dapat dikatakan efisien dan hasil pengujian hipotesis (uji t dan uji F) dapat diinterpretasikan secara valid.

2. Uji Autokorelasi Model II

Tabel 4 14
Uji Autokorelasi Model II

Keterangan	Nilai
Durbin-Watson stat	2,10591

Sumber: Output EViews, data diolah

Berdasarkan Tabel 4.14, hasil uji autokorelasi Model 2 menunjukkan nilai Durbin-Watson sebesar 2, 10591. maka dapat disimpulkan bahwa **tidak terdapat masalah autokorelasi** pada model regresi Model 2 ini.

Dengan demikian, tidak ada korelasi antara residual pada periode tertentu dengan residual pada periode sebelumnya, sehingga estimasi koefisien regresi dapat dikatakan efisien dan hasil pengujian hipotesis pada Model 2 dapat diinterpretasikan secara valid.

4.3.4 Hasil Regresi MRA

Pengujian peran *Tax avoidance* sebagai variabel moderasi dalam penelitian ini dilakukan dengan menggunakan Moderated Regression Analysis (MRA), yaitu dengan membandingkan model regresi sebelum dan setelah dimasukkannya variabel interaksi (ESGXETR dan LEVXETR) ke dalam model. Model 1 merupakan model regresi tanpa variabel interaksi, sedangkan Model 2 merupakan model regresi yang telah memasukkan variabel interaksi antara ESG dengan ETR (ESGXETR) dan LEV dengan ETR (LEVXETR). Berdasarkan hasil uji pemilihan model, kedua model diestimasi menggunakan *Fixed Effect Model* (FEM).

Tabel 4 15
Hasil Regresi Data Panel Model I dan II

Variabel	Koef. (M1)	Std. Error (M1)	t-Stat (M1)	Prob (M1)	Koef. (M2)	Std. Error (M2)	t-Stat (M2)	Prob (M2)
ESG	-0.002491	0.002089	-1.19263	0.2337	-0.00040	0.002543	-0.15779	0.8747
LEV	0.004133	0.001234	3.348132	0.0009	0.004310	0.001384	3.114475	0.0020
ETR	-	-	-	-	0.003998	0.002508	1.594416	0.1117
ESGXETR	-	-	-	-	-6.76E-05	5.33E-05	-1.26696	0.2059
LEVXETR	-	-	-	-	-1.41E-05	2.34E-05	-0.60219	0.5474
ROA	0.004108	0.001813	2.265190	0.0241	0.004461	0.001878	2.375734	0.0180
SIZE	-0.281104	0.095200	-2.95278	0.0033	-0.28410	0.095911	-2.96213	0.0032
COVID	0.038167	0.027275	1.399314	0.1625	0.039432	0.027632	1.427055	0.1544
C	3.843016	1.229904	3.124648	0.0019	3.767801	1.239676	3.039342	0.0025
R-squared	0.454891				0.458191			

Adj. R-squared	0.273189				0.270478			
F-statistic	2.503491				2.440912			
Prob (F-stat)	0.000000				0.000000			

Sumber: Output EViews, data diolah

Berdasarkan tabel diatas, persamaan model regresi I dan II adalah sebagai berikut :

Model 1

$$\text{VOL} = -0.00249099278619 * \text{ESG} + 0.00413296861947 * \text{LEV} + \\ 0.00410765229078 * \text{ROA} - 0.281104325007 * \text{SIZE} + \\ 0.0381668179925 * \text{COVID} + 3.84301586342 + [\text{CX}=\text{F}]$$

Model 2

$$\text{VOL} = -0.000401212672219 * \text{ESG} + 0.00430950231134 * \text{LEV} + \\ 0.00399814328944 * \text{ETR} - 6.75620055856e-05 * \text{ESGXETR} - \\ 1.40818908194e-05 * \text{LEVXETR} + 0.0044608552015 * \text{ROA} - \\ 0.284102647307 * \text{SIZE} + 0.039431865378 * \text{COVID} + 3.76780119526 + \\ [\text{CX}=\text{F}]$$

4.3.5 Uji Hipotesis

4.3.5.1 Uji Statistik t

Uji t digunakan untuk mengetahui pengaruh masing-masing variabel independen secara parsial terhadap variabel dependen. Pengujian dilakukan dengan membandingkan nilai probabilitas (Prob.) dengan tingkat signifikansi sebesar 0,05 ($\alpha = 5\%$). Apabila nilai probabilitas lebih kecil dari 0,05, maka variabel independen

tersebut dinyatakan berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen, dan sebaliknya.

Tabel 4 16
Hasil Uji Statistik t Model I

Variabel	Koefisien	t-Statistik	Prob.
ESG	-0.002491	-1.192632	0.2337
LEV	0.004133	3.348132	0.0009
ROA	0.004108	2.265190	0.0241
SIZE	-0.281104	-2.952785	0.0033
COVID	0.038167	1.399314	0.1625
C	3.843016	3.124648	0.0019

Sumber: Output EViews, data diolah

Berdasarkan Tabel 4.16, variabel ESG memiliki probabilitas 0,6780 yang lebih besar dari $\alpha = 0,05$ sehingga CSR tidak berpengaruh signifikan terhadap volatilitas harga saham. Variabel LEV memiliki probabilitas 0,0167 yang lebih kecil dari $\alpha = 0,05$ sehingga *Leverage* berpengaruh positif dan signifikan terhadap volatilitas harga saham. Variabel ROA memiliki probabilitas 0,0931 yang lebih besar dari $\alpha = 0,05$ sehingga tidak berpengaruh signifikan. Sementara itu, variabel SIZE (0,0087) dan COVID (0,0000) keduanya lebih kecil dari $\alpha = 0,05$ sehingga berpengaruh signifikan terhadap volatilitas harga saham pada Model 1. Uji t digunakan untuk mengetahui pengaruh masing-masing variabel independen secara parsial terhadap variabel dependen. Pengujian dilakukan dengan membandingkan nilai probabilitas (Prob.) dengan tingkat signifikansi sebesar 0,05 ($\alpha = 5\%$). Apabila nilai probabilitas lebih kecil dari 0,05, maka variabel

independen tersebut dinyatakan berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen, dan sebaliknya.

Berdasarkan tabel hasil uji t di atas, variabel *Corporate Social Responsibility* (ESG) memiliki nilai koefisien sebesar -0,002491 dengan nilai t-statistik sebesar -1,192632 dan nilai probabilitas sebesar 0,2337. Karena nilai probabilitas tersebut lebih besar dari 0,05 ($0,2337 > 0,05$), maka dapat disimpulkan bahwa ESG tidak berpengaruh signifikan terhadap volatilitas harga saham.

Variabel *Leverage* (LEV) memiliki nilai koefisien sebesar 0,004133 dengan nilai t-statistik sebesar 3,348132 dan nilai probabilitas sebesar 0,0009. Karena nilai probabilitas tersebut lebih kecil dari 0,05 ($0,0009 < 0,05$), maka dapat disimpulkan bahwa *Leverage* berpengaruh positif dan signifikan terhadap volatilitas harga saham. Hal ini berarti semakin tinggi tingkat *Leverage* suatu perusahaan, maka semakin tinggi pula volatilitas harga sahamnya.

Variabel Return on Assets (ROA) memiliki nilai koefisien sebesar 0,004108 dengan nilai t-statistik sebesar 2,265190 dan nilai probabilitas sebesar 0,0241. Karena nilai probabilitas tersebut lebih kecil dari 0,05 ($0,0241 < 0,05$), maka dapat disimpulkan bahwa ROA berpengaruh positif dan signifikan terhadap volatilitas harga saham.

Variabel ukuran perusahaan (SIZE) memiliki nilai koefisien sebesar -0,281104 dengan nilai t-statistik sebesar -2,952785 dan nilai probabilitas sebesar 0,0033. Karena nilai probabilitas tersebut lebih kecil dari 0,05 ($0,0033 < 0,05$), dapat disimpulkan ukuran perusahaan berpengaruh negatif dan signifikan terhadap volatilitas harga saham. Hal ini berarti semakin besar ukuran suatu perusahaan, maka semakin rendah volatilitas harga sahamnya.

Variabel COVID memiliki nilai koefisien sebesar 0,038167 dengan nilai t-statistik sebesar 1,399314 dan nilai probabilitas sebesar 0,1625. Karena nilai probabilitas tersebut lebih besar dari 0,05 ($0,1625 > 0,05$), maka dapat disimpulkan bahwa COVID tidak berpengaruh signifikan terhadap volatilitas harga saham.

Tabel 4 17
Hasil Uji Statistik t Model II

Variabel	Koefisien	t-Statistik	Prob.
ESG	-0.000401	-0.157793	0.8747
LEV	0.004310	3.114475	0.0020
ETR	0.003998	1.594416	0.1117
ESGXETR	-6.76E-05	-1.266966	0.2059
LEVXETR	-1.41E-05	-0.602198	0.5474
ROA	0.004461	2.375734	0.0180
SIZE	-0.284103	-2.962137	0.0032
COVID	0.039432	1.427055	0.1544
C	3.767801	3.039342	0.0025

Sumber: Output EViews, data diolah

Berdasarkan hasil uji t pada tabel di atas, variabel ESG (koefisien = -0,000401; $p = 0,8747$) dan ETR (koefisien = 0,003998; $p = 0,1117$)

tidak berpengaruh signifikan terhadap volatilitas harga saham. Variabel LEV (koefisien = 0,004310; $p = 0,0020$) dan ROA (koefisien = 0,004461; $p = 0,0180$) berpengaruh positif dan signifikan, sedangkan SIZE (koefisien = -0,284103; $p = 0,0032$) berpengaruh negatif dan signifikan. Variabel COVID (koefisien = 0,039432; $p = 0,1544$) tidak berpengaruh signifikan.

Untuk variabel interaksi, ESGXETR (koefisien = -6,76E-05; $p = 0,2059$) dan LEVXETR (koefisien = -1,41E-05; $p = 0,5474$) keduanya tidak signifikan ($p > 0,05$), sehingga dapat disimpulkan bahwa *Tax avoidance* tidak terbukti memoderasi hubungan ESG maupun *Leverage* terhadap volatilitas harga saham.

4.3.5.2 Uji Statistik F

Uji statistik F dilakukan untuk mengetahui apakah seluruh variabel independen secara bersama-sama berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen. Apabila nilai $\text{Prob}(F\text{-statistic}) < \alpha = 0,05$ maka seluruh variabel independen secara simultan berpengaruh signifikan (Ghozali, 2021).

Tabel 4 18
Hasil Uji Statistik F Model I

Keterangan	Nilai
F-statistic	2,503491
Prob(F-statistic)	0,0000

Sumber: Output EViews, data diolah

Berdasarkan Tabel 4.19, nilai F-statistic Model 1 sebesar 2,503491 dengan Prob(F-statistic) sebesar 0,0000 yang lebih kecil dari $\alpha = 0,05$, sehingga seluruh variabel yaitu ESG, *Leverage*, ROA, SIZE, dan COVID secara bersama-sama berpengaruh signifikan terhadap volatilitas harga saham pada Model 1.

Tabel 4 19
Hasil Uji Statistik F Model II

Keterangan	Nilai
F-statistic	2,440912
Prob(F-statistic)	0,0000

Sumber: Output EViews, data diolah

Berdasarkan Tabel 4.19, nilai F-statistic Model 2 sebesar 2,440912 dengan Prob(F-statistic) sebesar 0,0000 yang lebih kecil dari $\alpha = 0,05$, sehingga seluruh variable berpengaruh signifikan terhadap volatilitas harga saham pada Model 2.

4.3.5.2 Uji Koefisien Determinasi (R^2)

Pada penelitian ini, baik nilai R-squared maupun Adjusted R-squared dilaporkan, namun interpretasi utama didasarkan pada R-squared. Berdasarkan tabel 4.20 , diperoleh nilai R-squared sebesar 0,454891 (45,49%) dan Adjusted R-squared sebesar 0,273189 (27,32%). Berdasarkan nilai R-squared, variabel ESG, *Leverage* (LEV), profitabilitas (ROA), ukuran perusahaan (SIZE), dan COVID secara bersama-sama mampu menjelaskan sebesar 45,49% variasi volatilitas

harga saham (VOL), sedangkan sisanya sebesar 54,51% dijelaskan oleh variabel lain di luar model penelitian ini..

Tabel 4 20
Hasil Uji Koefisien Determinasi (R^2) Model I

Keterangan	Nilai
R-squared	0,454891
Adjusted R-squared	0,273189

Sumber: Output EViews, data diolah

Berdasarkan tabel 4.21 untuk model II, setelah ditambahkan variabel interaksi ESGXETR dan LEVXETR, diperoleh nilai R-squared sebesar 0,458191 (45,82%) dan Adjusted R-squared sebesar 0,270478 (27,05%). Nilai R-squared pada Model 2 sedikit lebih tinggi dibandingkan Model 1, yang menunjukkan bahwa penambahan variabel interaksi sedikit meningkatkan kemampuan model dalam menjelaskan variasi volatilitas harga saham, meskipun peningkatannya relatif kecil.

Tabel 4 21
Hasil Uji Koefisien Determinasi (R^2) Model II

Keterangan	Nilai
R-squared	0,458191
Adjusted R-squared	0,270478

Sumber: Output EViews, data diolah

4.4 Interpretasi Hasil

4.4.1 Pengaruh CSR terhadap Volatilitas Harga Saham (H1)

Hipotesis pertama dalam penelitian ini menyatakan bahwa *Corporate Social Responsibility* (CSR) berpengaruh negatif terhadap volatilitas harga

saham. Berdasarkan hasil estimasi Model 1 menggunakan *Fixed Effect Model* (FEM), variabel CSR yang diproksikan dengan ESG score menunjukkan nilai koefisien sebesar -0,002491 dengan t-statistik sebesar -1,192632 dan probabilitas sebesar 0,2337. Nilai probabilitas tersebut lebih besar dari tingkat signifikansi $\alpha = 0,05$, sehingga H1 ditolak. Artinya, CSR tidak berpengaruh signifikan terhadap volatilitas harga saham perusahaan non-keuangan yang terdaftar di BEI periode 2020–2024.

Meskipun arah koefisien negatif sesuai dengan hipotesis yang diajukan, pengaruhnya tidak terbukti secara statistik. Hasil ini mengindikasikan bahwa peningkatan pengungkapan CSR belum mampu secara nyata menurunkan volatilitas harga saham di pasar modal Indonesia. Kondisi ini dapat dijelaskan melalui perspektif *stakeholder theory*; sekalipun CSR ditujukan untuk memenuhi kepentingan berbagai *stakeholder*, respons investor terhadap informasi CSR di pasar modal Indonesia masih relatif terbatas. Investor di pasar berkembang seperti Indonesia cenderung lebih mempertimbangkan faktor fundamental keuangan dibandingkan informasi non-keuangan seperti CSR dalam pengambilan keputusan investasi, sehingga pengungkapan CSR belum cukup kuat untuk memengaruhi fluktuasi harga saham secara signifikan (Thuy et al., 2021). Selain itu, keterbatasan ketersediaan ESG score yang dipublikasikan secara konsisten oleh perusahaan-perusahaan non-keuangan di Indonesia turut memengaruhi hasil penelitian ini, sehingga sampel berpotensi belum cukup representatif untuk menangkap pengaruh CSR secara optimal (Tasnia et al., 2021).

Hasil penelitian ini sejalan dengan temuan yang menyatakan bahwa hubungan antara CSR dan volatilitas harga saham tidak selalu konsisten dan dipengaruhi oleh berbagai faktor kontekstual, termasuk karakteristik pasar modal dan tingkat kesadaran investor terhadap isu keberlanjutan (Tasnia et al., 2021). Tidak signifikannya pengaruh CSR terhadap volatilitas harga saham pada penelitian ini juga diduga dipengaruhi oleh periode pengamatan yang mencakup masa pandemi COVID-19, di mana pergerakan harga saham lebih banyak dipengaruhi oleh faktor makroekonomi dibandingkan faktor non-keuangan seperti pengungkapan CSR (Thuy et al., 2021).

Berdasarkan hasil pengujian tersebut, dapat disimpulkan bahwa H1 ditolak. *Corporate Social Responsibility* (CSR) tidak berpengaruh negatif signifikan terhadap volatilitas harga saham perusahaan non-keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2020–2024.

4.4.2 Pengaruh *Leverage* terhadap Volatilitas Harga Saham (H2)

Hipotesis kedua dalam penelitian ini menyatakan bahwa *Leverage* berpengaruh positif terhadap volatilitas harga saham. Berdasarkan hasil estimasi Model 1 menggunakan *Fixed Effect Model* (FEM), variabel *Leverage* menunjukkan nilai koefisien sebesar 0,004133 dengan t-statistik sebesar 3,348132 dan probabilitas sebesar 0,0009. Nilai probabilitas tersebut lebih kecil dari tingkat signifikansi $\alpha = 0,05$, sehingga H2 diterima. Artinya, *Leverage* berpengaruh positif dan signifikan terhadap volatilitas

harga saham perusahaan non-keuangan yang terdaftar di BEI periode 2020–2024.

Hasil ini menunjukkan bahwa semakin tinggi tingkat *Leverage* perusahaan, semakin tinggi pula volatilitas harga sahamnya. Temuan ini konsisten dengan prediksi *trade-off theory* yang menyatakan bahwa perusahaan dengan *Leverage* tinggi menanggung beban kewajiban tetap yang besar berupa bunga dan pokok utang, sehingga meningkatkan risiko keuanagan dan ketidakpastian arus kas yang direspons investor melalui peningkatan fluktuasi harga saham (Modigliani & Miller, 1963). Kondisi ini semakin relevan mengingat periode pengamatan 2020–2024 mencakup masa pandemi COVID-19 yang memperburuk kondisi keuangan perusahaan dengan *Leverage* tinggi, sehingga investor semakin sensitif terhadap risiko yang ditimbulkan oleh beban utang perusahaan (International Monetary Fund, 2021).

Hasil penelitian ini sejalan dengan temuan yang menyatakan bahwa *Leverage* berpengaruh signifikan terhadap volatilitas harga saham pada perusahaan IDX30 di Indonesia (Cahyawati & Miftah, 2022). Rosyida et al. (2020) juga membuktikan hasil yang serupa di mana *Leverage* terbukti memengaruhi volatilitas harga saham perusahaan yang terdaftar di BEI. Terlebih, peningkatan rasio utang terbukti berpengaruh positif terhadap volatilitas harga saham pada perusahaan sektor keuangan BEI periode 2020–2023, yang memperkuat bukti empiris bahwa *Leverage* merupakan

faktor penting dalam membentuk persepsi risiko investor di pasar modal Indonesia (Hani et al., 2025).

Berdasarkan hasil pengujian tersebut, dapat disimpulkan bahwa **H2 diterima**. *Leverage* berpengaruh positif dan signifikan terhadap volatilitas harga saham perusahaan non-keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2020–2024.

4.4.3 Peran *Tax avoidance* dalam Memoderasi Hubungan CSR terhadap Volatilitas Harga Saham (H3)

Hipotesis ketiga dalam penelitian ini menyatakan bahwa *Tax avoidance* memoderasi pengaruh CSR terhadap volatilitas harga saham. Berdasarkan hasil estimasi Model 2, variabel interaksi ESGXETR menunjukkan nilai koefisien sebesar $-6,76E-05$ dengan t-statistik sebesar $-1,266966$ dan probabilitas sebesar $0,2059$. Nilai probabilitas tersebut lebih besar dari tingkat signifikansi $\alpha = 0,05$, sehingga H3 ditolak. Artinya, *Tax avoidance* tidak terbukti memoderasi pengaruh CSR terhadap volatilitas harga saham perusahaan non-keuangan yang terdaftar di BEI periode 2020–2024.

Kondisi ini dapat dijelaskan melalui perspektif *stakeholder theory*, di mana meskipun *Tax avoidance* secara teoritis dapat memengaruhi kredibilitas CSR di mata investor sebagai salah satu *stakeholder* perusahaan, pada kenyataannya investor di pasar modal Indonesia belum secara konsisten mengintegrasikan informasi mengenai praktik *Tax avoidance* dalam menilai kredibilitas pengungkapan CSR perusahaan (Tasnia et al.,

2020). Hal ini dapat disebabkan oleh masih terbatasnya transparansi informasi perpajakan perusahaan di Indonesia, sehingga investor kesulitan dalam mengakses dan menginterpretasikan data *Tax avoidance* secara tepat (Tasnia et al., 2020).

Periode penelitian 2020–2024 perlu menjadi catatan penting dalam membaca hasil ini, karena rentang waktu tersebut mencakup masa pandemi COVID-19 pada tahun 2020–2021 maupun masa pemulihan ekonomi pada tahun-tahun setelahnya, sehingga data yang digunakan merepresentasikan kondisi pasar modal Indonesia yang mengalami dua fase berbeda, yaitu fase tekanan ekonomi akibat pandemi dan fase pemulihan menuju stabilitas. Hasil yang tidak signifikan dari moderasi ini dapat disebabkan oleh lemahnya pengaruh langsung CSR terhadap volatilitas harga saham pada Model 1, sehingga efek moderasi *Tax avoidance* pun tidak dapat terdeteksi secara statistik (Ghozali, 2021).

Hasil penelitian ini konsisten dengan temuan yang menyatakan bahwa pajak tidak berperan signifikan sebagai variabel moderasi dalam hubungan antara CSR dan volatilitas harga saham (Tasnia et al., 2020). Kondisi ini memberikan implikasi bahwa di pasar modal Indonesia, keputusan investasi investor masih belum banyak dipengaruhi oleh interaksi antara strategi pajak perusahaan dengan pengungkapan CSR perusahaan, baik pada periode tekanan pandemi maupun periode pemulihan ekonomi yang tercakup dalam penelitian ini.

Berdasarkan hasil pengujian tersebut, dapat disimpulkan bahwa **H3 ditolak**. *Tax avoidance* tidak terbukti memoderasi hubungan antara *Corporate Social Responsibility* (CSR) dan volatilitas harga saham perusahaan non-keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2020–2024.

4.4.4 Peran *Tax avoidance* dalam Memoderasi Hubungan *Leverage* terhadap Volatilitas Harga Saham (H4)

Hipotesis keempat dalam penelitian ini menyatakan bahwa *Tax avoidance* memoderasi pengaruh *Leverage* terhadap volatilitas harga saham. Berdasarkan hasil estimasi Model 2, variabel interaksi LEVXETR menunjukkan nilai koefisien sebesar $-1,41E-05$ dengan t-statistik sebesar $-0,602198$ dan probabilitas sebesar $0,5474$. Nilai probabilitas tersebut lebih besar dari tingkat signifikansi $\alpha = 0,05$, sehingga H4 ditolak. Artinya, *Tax avoidance* tidak terbukti memoderasi pengaruh *Leverage* terhadap volatilitas harga saham perusahaan non-keuangan yang terdaftar di BEI periode 2020–2024.

Hasil ini menunjukkan bahwa meskipun *Tax avoidance* dapat menghasilkan penghematan pajak yang berpotensi meringankan tekanan *financial distress* akibat tingginya utang, hal tersebut tidak cukup untuk mengubah persepsi investor terhadap risiko keuangan yang ditimbulkan oleh *Leverage* secara signifikan. Kondisi ini dapat dipahami mengingat investor cenderung lebih memperhatikan besarnya beban utang perusahaan

secara keseluruhan dibandingkan strategi pajak yang dilakukan (Modigliani & Miller, 1963).

Hal ini relevan mengingat periode penelitian 2020–2024 mencakup masa pandemi COVID-19 yang ditandai dengan tekanan keuangan tinggi pada tahun 2020–2021, di mana Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) mengalami penurunan tajam akibat aksi jual investor di awal pandemi tahun 2021 (Bank Indonesia, 2022), serta masa pemulihan ekonomi pada periode setelahnya yang didukung oleh stimulus pemerintah dan optimisme investor terhadap prospek perusahaan-perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (Dinata, 2023), sehingga perusahaan dengan *Leverage* tinggi kemungkinan tetap dipersepsikan berisiko oleh investor secara konsisten di kedua fase tersebut, terlepas dari upaya penghematan pajak yang dilakukan melalui *Tax avoidance*. Selain itu, praktik *Tax avoidance* yang terlalu agresif justru dapat meningkatkan risiko reputasi dan risiko hukum yang pada akhirnya memperburuk persepsi investor terhadap perusahaan, sehingga efek positif dari penghematan pajak menjadi tidak signifikan dalam memoderasi hubungan *Leverage* terhadap volatilitas harga saham (Tasnia et al., 2020).

Secara keseluruhan, hasil pengujian H3 dan H4 menunjukkan bahwa *Tax avoidance* tidak terbukti berperan sebagai variabel moderasi baik dalam hubungan CSR maupun *Leverage* terhadap volatilitas harga saham, baik pada periode tekanan pandemi maupun periode pemulihan yang tercakup dalam rentang waktu penelitian 2020–2024. Temuan ini memberikan

implikasi bahwa dalam pasar modal Indonesia, keputusan investasi investor masih belum banyak dipengaruhi oleh interaksi antara strategi pajak perusahaan dengan faktor-faktor fundamental seperti CSR dan *Leverage* (Tasniah et al., 2020). Kondisi ini sekaligus menjadi tantangan bagi regulator dan perusahaan untuk meningkatkan transparansi informasi perpajakan agar investor dapat lebih mempertimbangkan aspek *Tax avoidance* dalam pengambilan keputusan investasi.

Berdasarkan hasil pengujian tersebut, dapat disimpulkan bahwa **H4 ditolak**. *Tax avoidance* tidak terbukti memoderasi hubungan antara *Leverage* dan volatilitas harga saham perusahaan non-keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2020–2024.