



CSR DAN LEVERAGE: PERAN MODERASI DARI INVESTOR ATTENTION DAN STOCK LIQUIDITY

Safira Nur Izzaty, Agung Juliarto¹

Departemen Akuntansi Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro
Jl. Prof. Soedharto SH Tembalang, Semarang 50239, Phone: +622476486851

ABSTRACT

This study examines the effect of Corporate Social Responsibility (CSR) performance on corporate leverage and the moderating role of investor attention and stock liquidity in non-financial companies listed on the Indonesia Stock Exchange (IDX) during the 2021–2023 period. Using secondary data from annual reports and ESG scores obtained from Bloomberg, this research applies purposive sampling and obtains 270 observations. Leverage is measured by the debt to asset ratio, CSR performance is measured using ESG scores, investor attention is proxied by institutional ownership, and stock liquidity is measured by turnover volume. The data are analyzed using multiple linear regression and moderated regression analysis. The results show that CSR has a positive and significant effect on corporate leverage, indicating that companies with higher CSR performance tend to have higher leverage levels, although this finding is not consistent with the proposed hypothesis. In addition, investor attention and stock liquidity are unable to moderate the relationship between CSR and leverage, suggesting that higher investor attention and stock trading activity do not directly influence the relationship between CSR performance and corporate capital structure decisions.

Keywords: corporate social responsibility, leverage, investor attention, stock liquidity, capital structure.

PENDAHULUAN

Struktur modal merupakan salah satu keputusan keuangan yang bersifat strategis bagi perusahaan karena berkaitan dengan penentuan komposisi sumber pendanaan antara utang dan ekuitas. Keputusan leverage menjadi penting karena berhubungan langsung dengan biaya modal, risiko kebangkrutan, dan nilai perusahaan. Dalam teori keuangan modern, Franco Modigliani & Merton Miller (1958) menjelaskan bahwa pada kondisi pasar sempurna struktur modal tidak memengaruhi nilai perusahaan. Namun, dalam praktiknya kondisi pasar tidak sepenuhnya ideal karena adanya pajak, biaya kebangkrutan, dan asimetri informasi yang menyebabkan keputusan leverage menjadi lebih kompleks.

Pada perusahaan non-keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2021–2023, rata-rata leverage perusahaan mencapai 45,90% dari total aset dengan tingkat variasi yang cukup tinggi. Di sisi lain, tingkat pengungkapan Corporate Social Responsibility (CSR) juga menunjukkan variasi yang besar antarperusahaan. Kondisi tersebut mengindikasikan bahwa implementasi dan pengungkapan CSR di Indonesia masih belum merata, sekaligus menimbulkan pertanyaan mengenai sejauh mana CSR mampu memengaruhi keputusan struktur modal perusahaan, khususnya dalam konteks pasar berkembang seperti Indonesia.

Hubungan antara CSR dan leverage dapat dijelaskan melalui Pecking Order Theory yang dikemukakan oleh Stewart C. Myers dan Nicholas Majluf (1984). Teori ini menyatakan bahwa perusahaan memiliki preferensi hierarki pendanaan, dimulai dari pendanaan internal, kemudian utang, dan terakhir penerbitan saham. Asimetri informasi menjadi faktor utama yang memengaruhi pilihan pendanaan tersebut. Dalam konteks ini, CSR dipandang sebagai sinyal non-keuangan yang dapat meningkatkan transparansi informasi perusahaan, mengurangi asimetri informasi, serta memperkuat kepercayaan investor dan kreditur terhadap perusahaan. Pengungkapan CSR yang

¹ Penulis Korespondensi

lebih baik dapat membantu perusahaan mengurangi ketidakpastian informasi di pasar (Gelb & Strawser, 2001).

Beberapa penelitian sebelumnya menunjukkan bahwa perusahaan dengan kinerja CSR yang baik cenderung memiliki risiko kredit yang lebih rendah dan akses pendanaan yang lebih mudah (Jiraporn et al., 2014; Stellner et al., 2015). Namun, hasil penelitian terkait hubungan CSR dan leverage masih menunjukkan inkonsistensi. Penelitian yang dilakukan oleh Harjoto (2017) menemukan bahwa CSR berpengaruh negatif terhadap leverage keuangan, sedangkan penelitian Sheikh (2019) menunjukkan bahwa pengaruh tersebut bergantung pada tingkat persaingan pasar. Selain itu, penelitian Jo dan Harjoto (2012) menemukan bahwa CSR dapat meningkatkan kinerja perusahaan melalui penyelesaian konflik antar pemangku kepentingan. Perbedaan hasil tersebut mengindikasikan bahwa hubungan CSR dan leverage tidak bersifat universal, melainkan dipengaruhi oleh kondisi pasar dan mekanisme informasi yang berkembang di lingkungan perusahaan.

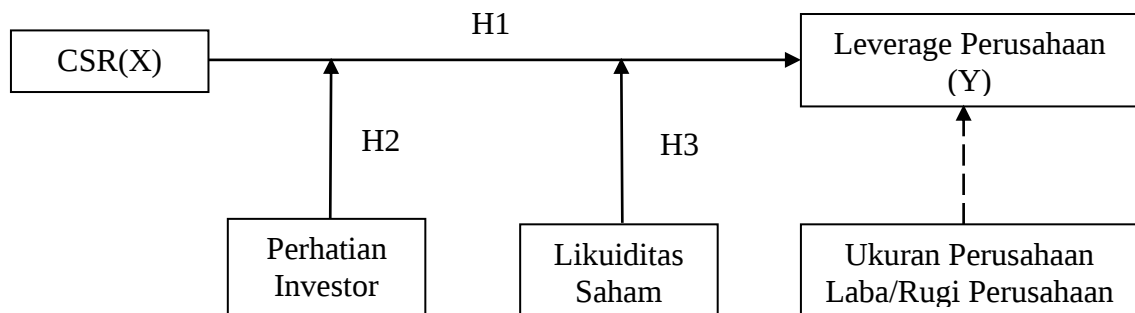
Sebagian besar penelitian terdahulu dilakukan pada negara maju sehingga hasilnya belum tentu relevan dengan karakteristik pasar berkembang seperti Indonesia yang memiliki tingkat transparansi informasi lebih rendah, struktur kepemilikan yang terkonsentrasi, dan perkembangan pelaporan CSR yang relatif baru. Penelitian sebelumnya juga masih terbatas dalam mengkaji faktor kontekstual yang dapat memperkuat atau memperlemah hubungan CSR dan leverage. Oleh karena itu, penelitian ini memasukkan investor attention dan stock liquidity sebagai variabel moderasi. Investor attention diproksikan melalui kepemilikan institusional yang mencerminkan kemampuan monitoring investor institusional terhadap perusahaan, sedangkan stock liquidity diproksikan melalui rasio likuiditas saham yang menggambarkan tingkat aktivitas perdagangan saham di pasar modal.

Penelitian ini berfokus pada perusahaan non-keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia karena sektor tersebut memiliki fleksibilitas lebih besar dalam menentukan struktur modal dibandingkan sektor keuangan yang terikat regulasi permodalan yang ketat. Selain itu, penelitian ini juga menggunakan variabel kontrol berupa ukuran perusahaan dan kondisi kerugian untuk meminimalkan potensi bias dalam estimasi. Berdasarkan uraian tersebut, penelitian ini bertujuan untuk menganalisis pengaruh CSR terhadap leverage perusahaan serta menguji kemampuan investor attention dan stock liquidity dalam memoderasi hubungan tersebut pada perusahaan non-keuangan di Indonesia. Penelitian ini diharapkan dapat memberikan kontribusi bagi pengembangan literatur mengenai hubungan CSR dan struktur modal, sekaligus menjadi referensi bagi investor, manajemen perusahaan, dan penelitian selanjutnya terkait pengambilan keputusan pendanaan perusahaan.

KERANGKA PEMIKIRAN TEORITIS DAN PERUMUSAN HIPOTESIS

Struktur modal merupakan kombinasi antara utang dan modal sendiri yang digunakan perusahaan untuk membiayai aktivitas operasional maupun investasi dalam rangka mencapai tujuan perusahaan dan meningkatkan nilai perusahaan. Keputusan perusahaan dalam menentukan komposisi struktur modal tidak terlepas dari penerapan Pecking Order Theory yang menjelaskan bahwa perusahaan memiliki hierarki preferensi pendanaan, yaitu lebih mengutamakan dana internal, kemudian utang, dan menjadikan penerbitan saham sebagai pilihan terakhir akibat adanya asimetri informasi antara manajemen dan investor. Dalam perspektif teori ini, perusahaan yang memiliki profitabilitas tinggi cenderung menggunakan laba ditahan sehingga tingkat leverage menjadi lebih rendah. Di sisi lain, Corporate Social Responsibility dipandang sebagai strategi perusahaan dalam membangun reputasi, meningkatkan kepercayaan pemangku kepentingan, serta menurunkan risiko dan biaya modal. Penerapan CSR yang baik dapat memperkuat citra perusahaan di mata investor maupun kreditur sehingga mempermudah akses perusahaan terhadap sumber pendanaan eksternal. Kondisi tersebut berkaitan dengan penggunaan Leverage sebagai bagian dari kebijakan struktur modal, yaitu pemanfaatan utang untuk meningkatkan potensi pengembalian bagi pemegang saham. Penggunaan leverage yang optimal dapat meningkatkan nilai perusahaan, namun juga menimbulkan risiko keuangan apabila penggunaan utang terlalu tinggi. Dengan demikian, hubungan antara struktur modal, Pecking Order Theory, CSR, dan leverage menunjukkan bahwa keputusan pendanaan perusahaan dipengaruhi oleh kondisi internal perusahaan, tingkat asimetri informasi, reputasi perusahaan melalui aktivitas CSR, serta pertimbangan risiko dan manfaat penggunaan utang dalam mencapai struktur modal yang optimal.

Gambar 1
Kerangka Pemikiran



Pada gambar 1 kerangka pemikiran menggambarkan bahwa Corporate Social Responsibility (CSR) diduga memengaruhi leverage perusahaan, dimana semakin baik penerapan CSR maka penggunaan utang perusahaan cenderung menurun. Perhatian investor dan likuiditas saham berperan sebagai variabel yang dapat memperkuat hubungan antara CSR dan leverage perusahaan. Selain itu, ukuran perusahaan serta laba/rugi perusahaan digunakan sebagai variabel kontrol agar hasil penelitian lebih akurat dan sesuai dengan kondisi perusahaan.

Tanggung Jawab Sosial Perusahaan dan Leverage Perusahaan

Hubungan antara Corporate Social Responsibility (CSR) dan leverage perusahaan dapat dijelaskan melalui Pecking Order Theory yang dikemukakan oleh Stewart C. Myers dan Nicholas Majluf (1984). Teori ini menjelaskan bahwa perusahaan memiliki hierarki preferensi dalam menentukan sumber pendanaan, yaitu menggunakan dana internal terlebih dahulu, kemudian utang, dan terakhir menerbitkan saham baru. Salah satu faktor utama yang memengaruhi keputusan tersebut adalah tingkat asimetri informasi dan biaya modal yang dihadapi perusahaan. Ketika perusahaan mampu menurunkan biaya modal ekuitas, maka ketergantungan terhadap pendanaan utang akan berkurang sehingga tingkat leverage perusahaan cenderung menurun.

CSR dipandang sebagai mekanisme yang dapat meningkatkan transparansi informasi perusahaan dan memperkuat reputasi perusahaan di mata investor. Pengungkapan CSR yang lebih luas memberikan sinyal positif mengenai kualitas manajemen, tata kelola perusahaan, serta komitmen perusahaan terhadap keberlanjutan jangka panjang. Kondisi tersebut dapat mengurangi asimetri informasi antara perusahaan dan investor sehingga menurunkan persepsi risiko pasar terhadap perusahaan.

Secara empiris, Dhaliwal et al. (2011) menemukan bahwa perusahaan yang secara sukarela mengungkapkan laporan CSR memiliki biaya modal ekuitas yang lebih rendah. Temuan tersebut menunjukkan bahwa CSR mampu meningkatkan persepsi investor terhadap kualitas perusahaan. Selanjutnya, El Ghouli et al. (2011) membuktikan bahwa perusahaan dengan tingkat CSR yang tinggi memperoleh biaya ekuitas yang lebih rendah dibandingkan perusahaan dengan tingkat CSR rendah, terutama pada industri yang memiliki risiko sosial tinggi. Selain itu, Botosan (1997), Leuz dan Verrecchia (2000), Lambert et al. (2007), serta Cheynel (2013) menjelaskan bahwa pengungkapan informasi yang lebih baik dapat menurunkan asimetri informasi dan biaya pendanaan perusahaan.

Berdasarkan Pecking Order Theory dan hasil penelitian terdahulu, CSR yang kuat dapat meningkatkan transparansi informasi, menurunkan risiko perusahaan, serta mengurangi biaya modal ekuitas. Kondisi tersebut mendorong perusahaan untuk lebih memilih pendanaan melalui ekuitas dibandingkan utang sehingga leverage perusahaan cenderung menurun. Oleh karena itu, hipotesis pertama dalam penelitian ini dirumuskan sebagai berikut:

H1. CSR berpengaruh negatif terhadap leverage perusahaan.

Tanggung Jawab Sosial Perusahaan dan Perhatian Investor

Hubungan moderasi perhatian investor pada pengaruh CSR terhadap leverage juga dapat dijelaskan melalui Pecking Order Theory yang dikemukakan oleh Stewart C. Myers dan Nicholas Majluf (1984). Teori ini menjelaskan bahwa tingginya asimetri informasi dapat meningkatkan

hambatan dalam memperoleh pendanaan eksternal. Oleh karena itu, perusahaan yang mampu mengurangi asimetri informasi akan lebih mudah memperoleh akses pendanaan, khususnya melalui pasar modal.

Perhatian investor terhadap informasi CSR dapat memperkuat fungsi CSR sebagai sinyal non-keuangan perusahaan. Ketika investor memberikan perhatian yang lebih besar terhadap aktivitas CSR perusahaan, maka informasi CSR akan menjadi lebih relevan dalam proses pengambilan keputusan investasi. Kondisi ini dapat meningkatkan kepercayaan investor terhadap prospek dan kualitas perusahaan sehingga perusahaan lebih mudah memperoleh pendanaan ekuitas dengan biaya yang lebih rendah.

Secara empiris, Robert C. Merton (1987) membuktikan bahwa penurunan asimetri informasi mampu meningkatkan perhatian investor dan memperluas basis investor perusahaan. Selain itu, Botosan (1997), Leuz dan Verrecchia (2000), serta Lambert et al. (2007) menunjukkan bahwa peningkatan transparansi informasi dapat menurunkan biaya modal ekuitas. Tsao et al. (2016) menemukan bahwa informasi CSR meningkatkan akurasi analisis karena memberikan informasi tambahan mengenai risiko perusahaan. Selanjutnya, Dhaliwal et al. (2012) serta Freedman dan Stagliano (1991) menunjukkan bahwa investor individu maupun institusi cenderung memberikan perhatian lebih besar kepada perusahaan dengan praktik CSR yang baik.

Wang dan Li (2015) menjelaskan bahwa CSR mampu meningkatkan perhatian investor melalui pembentukan persepsi positif terhadap perusahaan, sedangkan Durand et al. (2019) menyatakan bahwa CSR menjadi salah satu alat alternatif bagi investor dalam proses penyaringan investasi. Dengan demikian, semakin tinggi perhatian investor terhadap aktivitas CSR perusahaan, maka semakin kuat pengaruh CSR dalam menurunkan leverage perusahaan karena perusahaan memperoleh akses pendanaan ekuitas yang lebih baik dan lebih murah dibandingkan pendanaan utang. Berdasarkan uraian tersebut, hipotesis kedua dalam penelitian ini dirumuskan sebagai berikut:

H2. Perhatian investor akan memperkuat pengaruh negatif CSR terhadap leverage perusahaan.

Tanggung Jawab Sosial Perusahaan dan Likuiditas Saham

Hubungan antara likuiditas saham, Corporate Social Responsibility (CSR), dan leverage perusahaan juga dapat dijelaskan melalui Pecking Order Theory yang dikemukakan oleh Stewart C. Myers dan Nicholas Majluf (1984). Teori ini menjelaskan bahwa perusahaan memiliki urutan preferensi dalam menentukan sumber pendanaan, dimulai dari pendanaan internal, kemudian utang, dan terakhir ekuitas. Namun, ketika perusahaan menghadapi kondisi pasar yang baik dan tingkat asimetri informasi yang rendah, perusahaan akan lebih mudah memperoleh pendanaan ekuitas dengan biaya yang lebih rendah sehingga ketergantungan terhadap utang dapat berkurang.

Perusahaan dengan pengungkapan CSR yang tinggi cenderung memiliki tingkat transparansi informasi yang lebih baik sehingga dapat meningkatkan kepercayaan investor dan mendorong aktivitas perdagangan saham. Peningkatan aktivitas perdagangan saham tersebut akan berdampak pada meningkatnya likuiditas saham perusahaan. Saham yang lebih likuid mempermudah perusahaan dalam memperoleh pendanaan melalui penerbitan saham baru dibandingkan menggunakan utang sehingga leverage perusahaan cenderung menurun.

Secara empiris, Diamond dan Verrecchia (1991) serta Kim dan Verrecchia (1994) menyatakan bahwa keterbukaan informasi perusahaan dapat meningkatkan partisipasi investor dalam perdagangan saham. Easley et al. (1996) dan Leuz dan Verrecchia (2000) juga menjelaskan bahwa peningkatan pengungkapan informasi mendorong volume perdagangan saham menjadi lebih aktif. Selain itu, Welker (1995), Healy et al. (1999), dan Heflin et al. (2005) menemukan bahwa transparansi informasi perusahaan berkorelasi positif dengan peningkatan likuiditas saham dalam jangka panjang.

Penelitian lain menunjukkan bahwa likuiditas saham yang tinggi dapat menurunkan biaya modal ekuitas. Amihud dan Mendelson (1986), Jacoby et al. (2000), serta Acharya dan Pedersen (2005) membuktikan bahwa likuiditas saham yang tinggi berkaitan dengan biaya modal ekuitas yang lebih rendah. Butler et al. (2005) dan Hennessy dan Whited (2005) juga menyatakan bahwa saham dengan tingkat likuiditas tinggi memiliki biaya emisi yang lebih rendah dibandingkan saham dengan tingkat likuiditas rendah. Selanjutnya, Lipson dan Mortal (2009) menunjukkan bahwa perusahaan dengan saham yang lebih likuid cenderung memilih pendanaan ekuitas dibandingkan utang sehingga tingkat leverage perusahaan menjadi lebih rendah. Baker dan Stein (2004) juga

menyatakan bahwa likuiditas saham mendorong perusahaan untuk menerbitkan saham baru sebagai sumber pendanaan.

Berdasarkan Pecking Order Theory dan hasil penelitian terdahulu tersebut, likuiditas saham yang tinggi akan memperkuat pengaruh negatif CSR terhadap leverage perusahaan karena perusahaan lebih mudah memperoleh pendanaan melalui ekuitas dibandingkan menggunakan utang. Oleh karena itu, hipotesis ketiga dalam penelitian ini dirumuskan sebagai berikut:

H3. Likuiditas Saham akan memperkuat pengaruh negatif CSR terhadap leverage perusahaan.

METODE PENELITIAN

Sampel dan Data

Populasi dalam penelitian ini mencakup seluruh perusahaan sektor non-keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode 2021–2023. Penentuan sampel dilakukan menggunakan teknik purposive sampling, yaitu metode pemilihan sampel berdasarkan kriteria tertentu yang telah ditetapkan secara sistematis sebelum proses pengambilan sampel dilakukan. Adapun kriteria pemilihan sampel dalam penelitian ini adalah (1) Perusahaan sektor non-keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode 2021–2023 dan secara konsisten mempublikasikan laporan tahunan secara lengkap selama periode penelitian. (2) Perusahaan sektor non-keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode 2021–2023 dan memiliki ESG Score. (3) Perusahaan sektor non-keuangan yang menyajikan laporan keuangan dalam mata uang Rupiah.

Penelitian ini menggunakan data sekunder, yaitu data yang diperoleh secara tidak langsung melalui pihak perantara yang telah menghimpun dan mendokumentasikan data sebelumnya. Sumber data utama dalam penelitian ini berasal dari laporan tahunan (annual report) masing-masing perusahaan sampel selama periode pengamatan 2021–2023. Laporan tersebut diperoleh melalui situs resmi perusahaan dan Bursa Efek Indonesia sehingga validitas serta kredibilitas data dapat dipertanggungjawabkan. Selain itu, penelitian ini juga menggunakan data CSR Disclosure Score yang diperoleh melalui platform Bloomberg sebagai salah satu penyedia data keuangan dan non-keuangan yang terpercaya dan komprehensif. Penggunaan berbagai sumber data tersebut diharapkan dapat meningkatkan kelengkapan dan akurasi analisis penelitian.

Metode pengumpulan data dalam penelitian ini menggunakan metode dokumentasi. Metode tersebut dilakukan melalui penelaahan sistematis terhadap berbagai dokumen yang berkaitan langsung dengan objek penelitian sehingga informasi yang diperoleh bersifat faktual, terverifikasi, dan dapat dipertanggungjawabkan secara ilmiah. Data penelitian dikumpulkan dengan mengunduh laporan tahunan melalui situs resmi Bursa Efek Indonesia maupun laman resmi masing-masing perusahaan sampel. Selain itu, peneliti juga memanfaatkan fitur Financial Analysis pada Bloomberg guna memperoleh data tambahan yang lebih rinci dan komprehensif untuk mendukung analisis penelitian.

Model Penelitian dan Pengukuran

Penelitian ini menggunakan analisis regresi sebagai metode analisis utama dalam menguji hipotesis mengenai pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen. Analisis regresi dipilih karena mampu mengukur kontribusi masing-masing variabel independen dalam menjelaskan variasi variabel dependen. Melalui analisis regresi, penelitian ini dapat mengidentifikasi hubungan kausalitas antarvariabel sekaligus mengevaluasi tingkat signifikansi pengaruh yang dihasilkan.

Selain itu, penelitian ini juga mengintegrasikan variabel moderasi yang diduga dapat memengaruhi kekuatan maupun arah hubungan antara variabel independen dan variabel dependen. Kehadiran variabel moderasi menyebabkan regresi linear sederhana tidak lagi memadai sebagai satu-satunya instrumen analisis. Oleh karena itu, penelitian ini menggunakan pendekatan yang lebih komprehensif melalui penerapan Moderated Regression Analysis (MRA).

Moderated Regression Analysis (MRA) digunakan untuk menguji efek interaksi antarvariabel sehingga dapat diketahui apakah variabel moderasi memperkuat atau memperlemah hubungan antara variabel independen dan variabel dependen. Dengan demikian, model ini tidak hanya menjelaskan pengaruh langsung antarvariabel, tetapi juga mampu menjelaskan pengaruh

kondisional melalui efek interaksi yang terbentuk dalam model penelitian. Adapun persamaan regresi yang digunakan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

Model Regresi

$$LEV_{it} = \alpha + \beta_1 CSR_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 LOSS_{it} + \varepsilon_{it}$$

Model Regresi dengan Moderasi

$$LEV_{it} = \alpha + \beta_1 CSR_{it} + \beta_2 IO_{it} + \beta_3 TRD_{it} + \beta_4 (CSR_{it} * IO_{it}) + \beta_5 (CSR_{it} * TRD_{it}) + \beta_6 SIZE_{it} + \beta_7 LOSS_{it} + \varepsilon_{it}$$

Keterangan

LEV_{it} = Leverage perusahaan i pada periode t

α = Konstanta

$\beta_1 - \beta_7$ = Koefisien Regresi

CSR_{it} = Skor ESG perusahaan i pada periode t

IO_{it} = Institutional ownership perusahaan i pada periode t

TRD_{it} = Trading days perusahaan i pada periode t

$SIZE_{it}$ = Ukuran perusahaan i pada periode t

$LOSS_{it}$ = Dummy kerugian perusahaan i pada periode t

ε_{it} = Error term

Tabel 1. Variabel dan Pengukurannya

Variabel	Pengukuran
(LEV) Leverage	Debt to Asset Ratio (DAR) = Total Utang / Total Aset
(CSR) Corporate Social Responsibility	ESG Disclosure Score Bloomberg
(IO) Kepemilikan Institusi	Kepemilikan Institusional = Jumlah Saham Institusi / Total Saham Beredar
(TRD) Likuiditas Saham	Turnover Ratio = Volume Perdagangan Saham / Jumlah Saham Beredar
(SIZE) Ukuran Perusahaan	Ln (Total Aset)
(LOSS) Laba/Rugi Perusahaan	Dummy: 1 = rugi, 0 = tidak rugi

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Analisis Deskriptif

Analisis statistik deskriptif digunakan untuk memberikan gambaran umum mengenai karakteristik data penelitian. Berdasarkan hasil pengujian, jumlah observasi yang digunakan dalam penelitian ini sebanyak 270 data perusahaan sektor non-keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2021–2023.

Tabel 2. Statistik Deskriptif

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
CSR	270	13.6606	77.1452	48.8897	12.5437
LEV	270	0.0007	1.1104	0.4590	0.2175
IO	270	0.0334	1.0973	0.8192	0.1974
TRD	270	0.0000	14.3116	0.3135	0.9530
SIZE	270	27.5215	33.7306	30.8570	1.1800
LOSS	270	0.0000	1.0000	0.9222	0.2683
Valid N (listwise)	270				

Sumber: Output IBM SPSS 26, 2026

Variabel CSR memiliki nilai rata-rata sebesar 48,8897 dengan standar deviasi 12,5437, yang menunjukkan adanya variasi tingkat pengungkapan CSR antar perusahaan. Variabel leverage (LEV) memiliki rata-rata sebesar 0,4590, yang mengindikasikan bahwa perusahaan menggunakan utang sebesar 45,90% dari total aset. Institutional ownership (IO) memiliki rata-rata sebesar 0,8192, yang menunjukkan dominasi kepemilikan institusional dalam struktur kepemilikan perusahaan. Selanjutnya, turnover volume (TRD) memiliki rata-rata sebesar 0,3135 yang menunjukkan aktivitas perdagangan saham tergolong rendah hingga moderat. Variabel ukuran perusahaan (SIZE) memiliki rata-rata sebesar 30,8570 yang mencerminkan bahwa mayoritas perusahaan sampel tergolong perusahaan besar.

Pada tabel 2., variabel LOSS, sebanyak 249 observasi atau 92,2% perusahaan tidak mengalami kerugian, sedangkan 21 observasi atau 7,8% perusahaan mengalami kerugian selama periode penelitian.

Tabe3 . Statistik Frekuensi

LOSS					
		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	.00	249	92.2	92.2	92.2
	1.00	21	7.8	7.8	100.0
	Total	270	100.0	100.0	

Sumber: Output IBM SPSS 26, 2026

Analisis Regresi

Hasil uji simultan pada model regresi utama pada tabel 4 menunjukkan nilai F sebesar 7,503 dengan signifikansi 0,000 ($< 0,05$). Hal ini menunjukkan bahwa variabel CSR, SIZE, dan LOSS secara simultan berpengaruh signifikan terhadap leverage perusahaan. Sementara itu, model regresi moderasi pada tabel 5 memperoleh nilai F sebesar 3,789 dengan signifikansi 0,001 ($< 0,05$). Hasil tersebut menunjukkan bahwa variabel CSR, IO, TRD, SIZE, LOSS, serta variabel interaksi CSR_IO dan CSR_TRD secara bersama-sama berpengaruh signifikan terhadap leverage.

Tabel 4. Hasil Uji Simultan Model Regresi Utama

ANOVA ^a						
Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	.993	3	.331	7.503	.000 ^b
	Residual	11.735	266	.044		
	Total	12.728	269			

Sumber: Output IBM SPSS 26, 2026

Tabel 5. Hasil Uji Simultan Model Regresi Moderasi

ANOVA ^a						
Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	1.170	7	.167	3.789	.001 ^b
	Residual	11.558	262	.044		
	Total	12.728	269			

Sumber: Output IBM SPSS 26, 2026

Nilai Adjusted R Square pada model regresi utama pada tabel 6 sebesar 0,068. Artinya, variabel CSR, SIZE, dan LOSS hanya mampu menjelaskan 6,8% variasi leverage, sedangkan sisanya sebesar 93,2% dipengaruhi oleh variabel lain di luar model. Pada model regresi moderasi tabel 7, nilai Adjusted R Square juga sebesar 0,068. Hal ini menunjukkan bahwa penambahan variabel moderasi belum mampu meningkatkan kemampuan model dalam menjelaskan leverage perusahaan secara signifikan.

Tabel 6. Hasil Uji Koefisien Determinasi Model Regresi Utama

Model Summary				
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.279 ^a	.078	.068	.21004

Sumber: Output IBM SPSS 26, 2026

Tabel 7. Hasil Uji Koefisien Determinasi Model Regresi Moderasi

Model Summary				
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.303 ^a	.092	.068	.21003

Sumber: Output IBM SPSS 26, 2026

Hasil uji parsial pada tabel 8 menunjukkan bahwa CSR memiliki koefisien sebesar 0,004 dengan signifikansi 0,001 ($< 0,05$), sehingga CSR berpengaruh positif dan signifikan terhadap leverage perusahaan. Variabel SIZE memiliki koefisien sebesar 0,013 dengan signifikansi 0,250 ($> 0,05$), sehingga tidak berpengaruh signifikan terhadap leverage. Variabel LOSS memiliki koefisien sebesar -0,120 dengan signifikansi 0,014 ($< 0,05$), sehingga berpengaruh negatif dan signifikan terhadap leverage perusahaan. Persamaan regresi utama dirumuskan sebagai berikut:

$$LEV = -0,026 + 0,004 CSR + 0,013 SIZE - 0,12 LOSS + \varepsilon$$

Tabel 8. Hasil Uji Parsial Model Regresi Utama

		Coefficients ^a				
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-.026	.351		-.073	.942
	CSR	.004	.001	.213	3.359	.001
	SIZE	.013	.012	.073	1.152	.250
	LOSS	-.120	.048	-.147	-2.476	.014

Sumber: Output IBM SPSS 26, 2026

Pada model moderasi tabel 8, variabel interaksi CSR_IO memiliki signifikansi sebesar 0,546 ($> 0,05$), sedangkan CSR_TRD memiliki signifikansi sebesar 0,701 ($> 0,05$). Hasil tersebut menunjukkan bahwa institutional ownership dan turnover volume tidak mampu memoderasi hubungan CSR terhadap leverage. Persamaan regresi moderasi dirumuskan sebagai berikut:

$$LEV = 0,061 + 0,000CSR - 0,051IO + 0,050TRD + 0,004 (CSR \times IO) - 0,001 (CSR \times TRD) + 0,012SIZE - 0,128LOSS + \varepsilon$$

Tabel 9. Hasil Uji Parsial Model Regresi Moderasi

Table 1. Results of Hierarchical Regression Models						
Coefficients ^a						
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	.061	.412		.148	.883
	CSR	.000	.006	.013	.040	.968
	SIZE	.012	.012	.067	1.061	.290
	LOSS	-.128	.051	-.157	-2.484	.014
	IO	-.051	.290	-.047	-.177	.860
	TRD	.050	.104	.218	.477	.634
	CSR_IO	.004	.007	.281	.604	.546
	CSR_TRD	-.001	.002	-.176	-.385	.701

Sumber: Output IBM SPSS 26, 2026

Interpretasi Hasil

Berdasarkan hasil pengujian hipotesis yang telah dilakukan, seluruh hipotesis dalam penelitian ini tidak memperoleh dukungan empiris sesuai arah hubungan yang diajukan sebelumnya. Temuan tersebut menunjukkan bahwa hubungan antara Corporate Social Responsibility (CSR), perhatian investor, likuiditas saham, dan leverage perusahaan memiliki dinamika yang lebih kompleks dibandingkan dengan ekspektasi teoritis yang dibangun dalam penelitian ini.

Hipotesis pertama yang menyatakan bahwa CSR berpengaruh negatif terhadap leverage perusahaan dinyatakan ditolak. Hasil pengujian justru menunjukkan bahwa CSR berpengaruh positif dan signifikan terhadap leverage perusahaan. Temuan ini mengindikasikan bahwa perusahaan dengan tingkat pengungkapan CSR yang lebih tinggi cenderung memiliki tingkat penggunaan utang yang lebih besar. Kondisi tersebut menunjukkan bahwa implementasi CSR tidak selalu mendorong perusahaan untuk mengurangi ketergantungan terhadap pendanaan berbasis utang sebagaimana dijelaskan dalam Pecking Order Theory oleh Myers dan Majluf (1984).

Terdapat beberapa kemungkinan yang dapat menjelaskan hasil tersebut. Perusahaan dengan kualitas CSR yang baik cenderung dipandang memiliki tingkat transparansi, kredibilitas, dan

reputasi yang lebih tinggi di mata kreditur maupun investor. Kondisi tersebut menyebabkan perusahaan lebih mudah memperoleh akses terhadap sumber pendanaan eksternal, khususnya utang, karena dianggap memiliki risiko yang relatif lebih rendah. Selain itu, perusahaan dengan aktivitas CSR yang tinggi umumnya juga menjalankan berbagai program keberlanjutan dan investasi jangka panjang yang membutuhkan dukungan pendanaan dalam jumlah besar, sehingga mendorong peningkatan penggunaan leverage sebagai sumber pembiayaan operasional maupun ekspansi perusahaan. Temuan ini sejalan dengan penelitian Malik dan Kashiramka (2025) yang menyatakan bahwa pengungkapan CSR mampu meningkatkan kepercayaan kreditur dan memperluas akses perusahaan terhadap pendanaan berbasis utang.

Hasil penelitian ini juga menunjukkan bahwa dalam konteks perusahaan sektor non-keuangan di Indonesia, pengungkapan CSR belum sepenuhnya mampu menurunkan biaya modal ekuitas secara signifikan sebagaimana dikemukakan oleh Dhaliwal et al. (2011) dan El Ghouli et al. (2011). Sebaliknya, CSR lebih berfungsi sebagai sinyal positif yang memperkuat kepercayaan kreditur terhadap kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban finansialnya. Oleh karena itu, peningkatan kualitas CSR lebih berkontribusi terhadap perluasan akses pendanaan utang dibandingkan mendorong perusahaan untuk beralih menggunakan pendanaan berbasis ekuitas.

Hipotesis kedua yang menyatakan bahwa perhatian investor memperkuat pengaruh negatif CSR terhadap leverage juga dinyatakan ditolak. Hasil pengujian menunjukkan bahwa institutional ownership tidak mampu memoderasi hubungan antara CSR dan leverage perusahaan. Temuan ini mengindikasikan bahwa besarnya proporsi kepemilikan institusional tidak secara langsung memperkuat maupun memperlemah pengaruh CSR terhadap kebijakan struktur modal perusahaan.

Secara teoritis, investor institusional dipandang memiliki kemampuan monitoring yang lebih baik dibandingkan investor individu, sehingga diharapkan mampu mendorong perusahaan untuk menerapkan kebijakan pendanaan yang lebih efisien melalui peningkatan kualitas CSR (Merton, 1987). Namun dalam praktiknya, investor institusional tidak selalu menjadikan kinerja CSR sebagai pertimbangan utama dalam menentukan keputusan investasi maupun dalam mempengaruhi kebijakan leverage perusahaan. Orientasi investor institusional cenderung lebih berfokus pada profitabilitas, tingkat pengembalian investasi, dan stabilitas keuangan perusahaan dibandingkan aspek keberlanjutan.

Temuan ini sejalan dengan penelitian Doshi et al. (2024) yang menunjukkan bahwa meskipun kepemilikan institusional berkorelasi positif terhadap pengungkapan CSR, pengaruhnya terhadap kebijakan keuangan perusahaan tidak berlangsung secara langsung. Sun dan Zhao (2024) juga menjelaskan bahwa efektivitas investor institusional dalam mendorong implementasi CSR sangat dipengaruhi oleh karakteristik investor, mekanisme tata kelola perusahaan, serta orientasi investasi yang dimiliki masing-masing institusi. Oleh karena itu, kepemilikan institusional belum mampu menjadi mekanisme moderasi yang efektif dalam hubungan antara CSR dan leverage perusahaan.

Hipotesis ketiga yang menyatakan bahwa likuiditas saham memperkuat pengaruh negatif CSR terhadap leverage perusahaan juga ditolak. Hasil penelitian menunjukkan bahwa turnover volume tidak mampu memoderasi hubungan antara CSR dan leverage. Temuan ini mengindikasikan bahwa tingkat likuiditas saham yang tinggi belum tentu mendorong perusahaan untuk mengurangi penggunaan utang dalam struktur modalnya.

Secara teoritis, likuiditas saham yang tinggi mencerminkan meningkatnya aktivitas perdagangan saham dan perhatian pasar terhadap perusahaan. Kondisi tersebut seharusnya dapat mempermudah perusahaan memperoleh pendanaan melalui penerbitan saham baru dengan biaya modal yang lebih rendah sebagaimana dijelaskan oleh Amihud dan Mendelson (1986) serta Lipson dan Mortal (2009). Namun hasil penelitian menunjukkan bahwa tingginya aktivitas perdagangan saham belum mampu mempengaruhi keputusan perusahaan terkait penggunaan leverage secara signifikan.

Hal ini dapat disebabkan karena likuiditas saham lebih merepresentasikan efisiensi perdagangan di pasar modal dibandingkan sebagai faktor yang secara langsung mempengaruhi kebijakan struktur modal perusahaan. Investor di pasar modal juga tidak selalu menjadikan pengungkapan CSR sebagai dasar utama dalam aktivitas perdagangan saham. Dalam banyak kasus, keputusan investasi lebih dipengaruhi oleh faktor jangka pendek seperti pergerakan harga saham, kondisi pasar, dan potensi capital gain dibandingkan oleh informasi keberlanjutan perusahaan.

Temuan ini selaras dengan penelitian Cao dan Zeng (2025) yang menyatakan bahwa CSR memang berpotensi meningkatkan likuiditas saham melalui peningkatan transparansi informasi dan kepercayaan investor, namun pengaruhnya terhadap kebijakan pendanaan perusahaan bersifat kondisional dan bergantung pada karakteristik perusahaan maupun dinamika pasar modal. Lavin et al. (2026) juga menjelaskan bahwa pada pasar dengan tingkat likuiditas tinggi, investor cenderung lebih mempertimbangkan faktor imbal hasil jangka pendek dibandingkan aspek keberlanjutan perusahaan dalam pengambilan keputusan investasi.

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa CSR perusahaan sektor non-keuangan di Indonesia lebih berfungsi sebagai instrumen peningkatan reputasi dan kredibilitas perusahaan di mata kreditur dibandingkan sebagai mekanisme untuk menurunkan leverage perusahaan. Selain itu, perhatian investor institusional dan likuiditas saham juga belum terbukti mampu memperkuat hubungan antara CSR dan leverage sebagaimana yang dihipotesiskan dalam penelitian ini.

KESIMPULAN DAN KETERBATASAN

Penelitian ini menyimpulkan bahwa Corporate Social Responsibility (CSR) berpengaruh positif dan signifikan terhadap leverage perusahaan pada perusahaan sektor non-keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2021–2023. Hasil tersebut menunjukkan bahwa perusahaan dengan tingkat pengungkapan CSR yang lebih tinggi cenderung memiliki tingkat penggunaan utang yang lebih besar, sehingga CSR dipandang mampu meningkatkan kredibilitas perusahaan dan memperluas akses terhadap pendanaan eksternal. Namun demikian, hasil penelitian ini tidak mendukung hipotesis yang menyatakan bahwa CSR berpengaruh negatif terhadap leverage. Selain itu, investor attention yang diprosikan melalui institutional ownership serta stock liquidity yang diprosikan melalui turnover volume terbukti tidak mampu memoderasi hubungan antara CSR dan leverage perusahaan karena variabel interaksi menunjukkan hasil yang tidak signifikan. Temuan ini mengindikasikan bahwa perhatian investor institusional dan tingkat likuiditas saham belum mampu memperkuat maupun memperlemah pengaruh CSR terhadap kebijakan struktur modal perusahaan.

Penelitian ini memiliki beberapa keterbatasan, di antaranya periode pengamatan yang relatif singkat, yaitu hanya mencakup tahun 2021–2023, sehingga belum mampu menggambarkan hubungan jangka panjang antarvariabel secara lebih komprehensif. Selain itu, penggunaan institutional ownership dan turnover volume sebagai proksi investor attention dan stock liquidity kemungkinan belum sepenuhnya merepresentasikan kedua konsep tersebut secara menyeluruh.

Oleh karena itu, penelitian selanjutnya disarankan untuk memperpanjang periode pengamatan serta menambahkan variabel lain seperti profitabilitas, risiko perusahaan, dan growth opportunity agar model penelitian mampu menjelaskan leverage perusahaan secara lebih komprehensif. Penelitian selanjutnya juga dianjurkan menggunakan proksi alternatif untuk investor attention, seperti Google Search Volume Index, jumlah pemberitaan media, atau analyst following, serta proksi lain untuk likuiditas saham seperti bid-ask spread dan Amihud illiquidity measure. Selain itu, perluasan cakupan objek penelitian pada berbagai sektor industri diharapkan dapat menghasilkan temuan yang lebih luas dan memiliki tingkat generalisasi yang lebih baik.

REFERENSI

- Amihud, Y., & Mendelson, H. (1986). Liquidity and stock returns. *Financial Analysts Journal*, 42(3), 43-48.
- Cao, N., & Zeng, Q. (2025). ESG performance and capital market effectiveness—Evidence on stock liquidity in China. *Economic Analysis and Policy*.
- Dhaliwal, D. S., Li, O. Z., Tsang, A., & Yang, Y. G. (2011). Voluntary nonfinancial disclosure and the cost of equity capital: The initiation of *Corporate Social Responsibility* reporting. *The accounting review*, 86(1), 59-100.
- Doshi, M., Jain, R., Sharma, D., Mukherjee, D., & Kumar, S. (2024). Does ownership influence ESG disclosure scores?. *Research in International Business and Finance*, 67, 102122.
- Gelb, D. S., & Strawser, J. A. (2001). *Corporate Social Responsibility* and financial disclosures: An alternative explanation for increased disclosure. *Journal of Business Ethics*, 33(1), 1-13.



- Harjoto, M. A. (2017). Corporate social responsibility and degrees of operating and financial leverage. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 49(2), 487-513.
- Jiraporn, P., Jiraporn, N., Boeprasert, A., & Chang, K. (2014). Does *Corporate Social Responsibility* (CSR) improve credit ratings? Evidence from geographic identification. *Financial management*, 43(3), 505-531.
- Jo, H., & Harjoto, M. A. (2012). The causal effect of corporate governance on corporate social responsibility. *Journal of business ethics*, 106(1), 53-72.
- Lavin, J. F., Buchuk, P., Valle, M. A., & Magner, N. S. (2026). Stock liquidity and signaling sustainability in emerging markets: Voluntary ESG disclosure, firm valuation, and institutional investor participation. *Journal of Cleaner Production*, 551, 147917.
- Lipson, M. L., & Mortal, S. (2009). Liquidity and capital structure. *Journal of financial markets*, 12(4), 611-644.
- Malik, N., & Kashiramka, S. (2025). ESG disclosure and its impact on firm leverage: Moderating role of quality of financial reporting and financial constraints. *Global Finance Journal*, 65, 101099.
- Merton, R. C. (1987). A simple model of capital market equilibrium with incomplete information. *The Journal of Finance*, 42(3), 483-510.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American economic review*, 48(3), 261-297.
- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of financial economics*, 13(2), 187-221.
- Sheikh, S. (2019). Corporate social responsibility and firm leverage: The impact of market competition. *Research in International Business and Finance*, 48, 496-510.
- Stellner, C., Klein, C., & Zwergel, B. (2015). *Corporate Social Responsibility* and Eurozone corporate bonds: The moderating role of country sustainability. *Journal of banking & finance*, 59, 538-549.