

Pengaruh DER dan TATO terhadap Return Saham dengan ROA sebagai Mediasi, CSR Disclosure sebagai Moderasi dan Firm Size sebagai Kontrol pada Perusahaan Subsektor Basic Materials di BEI

Alya Badariah¹

Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Tanjungpura, Indonesia
alyabadariah2@gmail.com¹

ABSTRACT

Companies in the Basic Materials sector on the Indonesia Stock Exchange experienced a misalignment between financial performance and market performance during the 2021-2024 period, where fluctuations in profitability were not always followed by proportional movements in stock returns. This study aims to analyze the effect of capital structure (DER) and asset efficiency (TATO) on stock returns, with ROA as a mediating variable, CSR disclosure as a moderating variable, and firm size as a control variable. Theoretically, this study uses Agency Theory as the main framework to explain the relationship between leverage, asset efficiency, profitability, and stock returns through agency costs and transmission mechanisms. Stakeholder Theory also uses Stakeholder Theory to explain the moderating role of CSR disclosure in strengthening social legitimacy and reducing information asymmetry in the Basic Materials sector, which has significant environmental impacts and faces mandatory CSR regulations. Methodologically, it tests the moderated mediation mechanism where CSR disclosure moderates the ROA mediation pathway. The study used panel data regression analysis on 51 Basic Materials companies (204 observations) for the 2021-2024 period using EViews 13 software, including classical assumption tests, panel model selection, hypothesis testing, and Moderated Regression Analysis (MRA). The findings of this study show that DER has a significant negative effect on ROA, while TATO has no significant effect. ROA fully mediates the effect of DER on stock returns. CSR disclosure acts as a weak moderator, only moderating the relationship between profitability and stock returns. CSR weakens the direct relationship between ROA and Return but strengthens the indirect effect of DER and ROA through a double negative effect. Moderated mediation tests confirm that CSR disclosure moderates the indirect path only at the final stage (second-stage moderated mediation). Overall, profitability is the dominant factor influencing stock returns, with capital structure operating through the profitability mediation mechanism, while CSR disclosure plays a limited role as a moderator that alters the dynamics of market response.

Keywords: DER, TATO, ROA, CSR Disclosure, Firm Size, Basic Materials

ABSTRAK

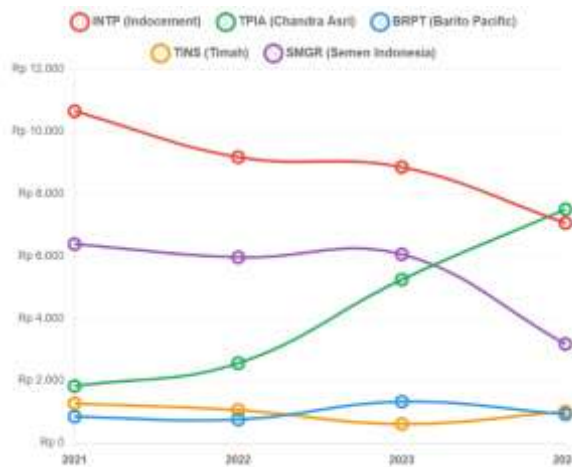
Perusahaan sektor Basic Materials di Bursa Efek Indonesia periode 2021-2024 mengalami ketidakselarasan antara kinerja keuangan dan kinerja pasar, dimana fluktuasi profitabilitas tidak selalu diikuti pergerakan return saham yang proporsional. Penelitian ini bertujuan menganalisis pengaruh struktur modal (DER) dan efisiensi aset (TATO) terhadap return saham dengan ROA sebagai variabel mediasi, CSR disclosure sebagai variabel moderasi,

dan firm size sebagai variabel kontrol. Secara teoretis, penelitian ini menggunakan Agency Theory sebagai framework utama untuk menjelaskan hubungan antara leverage, efisiensi aset, profitabilitas, dan return saham melalui mekanisme agency costs dan transmission mechanism, serta Stakeholder Theory untuk menjelaskan peran moderasi CSR disclosure dalam memperkuat legitimasi sosial dan mengurangi information asymmetry pada sektor Basic Materials yang memiliki dampak lingkungan signifikan dan menghadapi mandatory CSR regulation. Secara metodologis, menguji mekanisme moderated mediation dimana CSR disclosure memoderasi jalur mediasi ROA. Penelitian menggunakan analisis regresi data panel pada 51 perusahaan Basic Materials (204 observasi) periode 2021-2024 dengan software EViews 13, meliputi uji asumsi klasik, pemilihan model panel, uji hipotesis, dan Moderated Regression Analysis (MRA). Temuan penelitian ini memperlihatkan DER berpengaruh secara signifikan dengan arah negatif terhadap ROA, sementara TATO tidak berpengaruh signifikan. ROA memediasi secara penuh pengaruh DER terhadap return saham. CSR disclosure berperan sebagai moderator lemah yang hanya memoderasi hubungan profitabilitas terhadap return saham. CSR memperlemah hubungan langsung ROA→Return namun memperkuat indirect effect DER→ROA→Return melalui double negative effect. Pengujian moderated mediation mengkonfirmasi CSR disclosure memoderasi jalur tidak langsung hanya pada tahap akhir (second-stage moderated mediation). Secara keseluruhan, profitabilitas merupakan faktor dominan yang memengaruhi return saham, dengan struktur modal beroperasi melalui mekanisme mediasi profitabilitas, sementara peran CSR disclosure terbatas sebagai moderator yang mengubah dinamika respon pasar.

Kata kunci: DER, TATO, ROA, CSR Disclosure, Firm Size, Basic Materials

PENDAHULUAN

Kinerja perusahaan dapat dilihat dari dua perspektif utama, yakni kinerja keuangan dan kinerja pasar, yang idealnya saling mendukung. Menurut (Brigham and Houston, 2019), kinerja keuangan mencerminkan kemampuan perusahaan dalam menciptakan keuntungan berdasarkan pengelolaan aset dan sumber daya secara optimal, yang umumnya dianalisis melalui rasio profitabilitas yakni Return on Assets (ROA). Sementara itu, kinerja pasar tercermin dari harga saham perusahaan di bursa, yang merefleksikan ekspektasi investor mengenai kinerja masa depan dan prospek pertumbuhan perusahaan (Saminem, Sulaiman and Mohamad, 2024). Kedua kinerja tersebut saling melengkapi dan memberikan gambaran menyeluruh, kinerja keuangan menggambarkan kondisi fundamental internal perusahaan, sedangkan kinerja pasar menunjukkan bagaimana kondisi tersebut diapresiasi oleh investor melalui return saham. Dengan demikian, hubungan antara keduanya menjadi perhatian utama, baik bagi manajemen dalam mengevaluasi strategi bisnis maupun untuk kepentingan investor saat perumusan keputusan investasi serta jika adanya ketidaksesuaian mampu mengindikasikan adanya ketidakefisienan informasi atau faktor eksternal lain yang memengaruhi penilaian pasar (Antari, Yuesti and Dewi, 2020).



Gambar 1 Fluktuasi Harga Saham

Sumber: Yahoo Finance (2021-2024)

Perusahaan sektor Basic Materials mencakup subsektor seperti pertambangan, semen, kimia, dan material konstruksi, yang dalam beberapa tahun terakhir mengalami volatilitas tinggi. Berdasarkan data (IDX, RTI Business, dan Yahoo Finance 2021–2024), harga saham perusahaan-perusahaan dalam sektor ini menunjukkan fluktuasi tajam. Misalnya, PT Indocement Tunggal Prakarsa Tbk (INTP) adanya penurunan nilai saham dari Rp10.644 pada 2021 menjadi Rp7.057 pada 2024 atau turun sebesar 33,7% (Yahoo Finance, 2024). PT Semen Indonesia (Persero) Tbk (SMGR) mengalami tekanan yang lebih berat dengan penurunan dari Rp6.381 menjadi Rp3.176, atau anjlok 50,2% selama periode yang sama (Yahoo Finance, 2024). Sebaliknya, PT Chandra Asri Pacific Tbk (TPIA) menunjukkan volatilitas harga saham dengan harga sebelumnya berada Rp2.300 pada awal tahun 2021 turun menjadi Rp1.822 pada akhir 2022, lalu meningkat signifikan hingga mencapai Rp7.491 pada 2024. Pola penurunan awal dan kenaikan tajam ini mencerminkan fluktuasi kuat selama periode penelitian (Yahoo Finance, 2024). PT Timah Tbk (TINS) juga menunjukkan volatilitas yang tinggi, dengan harga saham turun berturut-turut sebelum melonjak kembali pada 2024. PT Barito Pacific Tbk (BRPT) mengalami pergerakan yang tidak stabil, dimulai dengan penurunan kemudian mengalami kenaikan tajam pada 2023 dan kembali melemah pada 2024 (Yahoo Finance, 2024). Fenomena ini menunjukkan bahwa pasar saham sektor Basic Materials masih sangat fluktuatif, yang mengindikasikan adanya ketidakselarasan antara pergerakan harga saham dengan kondisi fundamental perusahaan yang memerlukan kajian secara lebih mendalam mengacu pada faktor-faktor yang memengaruhi return saham.

Dari sisi kinerja keuangan, fluktuasi profitabilitas juga tidak konsisten dengan pergerakan harga saham. PT Timah Tbk (TINS) sempat mencatat rugi Rp449,7 miliar pada 2023, namun kembali mencatat laba Rp1,19 triliun pada 2024 (naik 364% YoY) (Annual Report PT Timah, 2021-2024). Sementara PT Semen Indonesia (Persero) Tbk (SMGR) adanya penyusutan laba drastis dari Rp2,17 triliun pada 2023 menjadi

Rp719,8 miliar pada 2024 atau turun -66,8%, dengan laba per saham anjlok dari Rp321 menjadi Rp106 (Annual Report PT Semen Indonesia (Persero), 2021-2024). Memiliki karakteristik yang berbeda dibanding perusahaan-perusahaan tersebut, PT Indocement Tunggul Prakarsa Tbk (INTP), yang justru mengalami kenaikan laba dari Rp1,79 triliun pada 2021 menjadi Rp2,01 triliun pada 2024, walaupun harga sahamnya turun (33,7%) selama periode yang sama (Annual Report PT Indocement Tunggul Prakarsa, 2021-2024). Kondisi ini mengindikasikan adanya ketidaksesuaian antara kinerja keuangan dan kinerja pasar di mana peningkatan laba tidak selalu diikuti oleh apresiasi harga saham, dan sebaliknya, kerugian operasional tidak selalu menghasilkan tekanan harga saham yang proporsional.

Perbandingan antara kinerja profitabilitas dan kinerja pasar menunjukkan ketidakselarasan yang jelas untuk diteliti lebih lanjut. PT Chandra Asri Pacific Tbk (TPIA), meskipun sempat mencatat perbaikan dengan pengurangan kerugian sebesar 78% dari Rp2,35 triliun pada 2022 menjadi Rp517,6 miliar pada 2023, kembali mengalami pemburukan dengan estimasi rugi Rp1,12 triliun pada 2024, disertai penurunan harga saham yang sangat drastis hingga -82% dari puncak 2022, mengindikasikan bahwa pasar bukan sekadar merespons kinerja operasional jangka pendek maupun mempertimbangkan prospek jangka panjang industri petrokimia yang masih tertekan (Yahoo Finance, 2021-2024). PT Semen Indonesia (SMGR) dengan penurunan laba (66,8%) dari Rp2,17 triliun menjadi Rp719,8 miliar, mengalami penurunan harga saham 50,2%, yang relatif proporsional dengan penurunan profitabilitas, mengindikasikan bahwa pasar merespons secara rasional terhadap penurunan fundamental (Yahoo Finance, 2024). Namun, PT Indocement (INTP) meskipun laba bersih tumbuh dari Rp1,79 triliun menjadi Rp2,01 triliun atau naik 12%, justru mengalami penurunan harga saham 33,7% (Yahoo Finance, 2024). PT Timah (TINS) dengan fluktuasi profitabilitas yang sangat ekstrem dari rugi Rp449,7 miliar pada 2023 menjadi laba Rp1,19 triliun pada 2024, namun volatilitas harga sahamnya tetap tinggi dengan fluktuasi hingga sekitar 50% per tahun (Yahoo Finance, 2024). Fenomena ketidakselarasan ini membuktikan adanya kompleksitas hubungan antara profitabilitas dan apresiasi pasar, yang mengindikasikan perlunya pengujian lebih lanjut terkait aspek-aspek lain yang turut memengaruhi return saham selain profitabilitas, termasuk peran struktur modal, efisiensi aset, serta pelaporan aktivitas corporate social responsibility (CSR).

Selain profitabilitas, struktur modal yang direpresentasikan melalui rasio Debt to Equity Ratio (DER) dan efisiensi aset yang diproksikan melalui Total Asset Turnover (TATO) juga menunjukkan variasi signifikan selama periode pengamatan. Berdasarkan data yang dipublikasikan (IDX, 2024), beberapa perusahaan mengalami peningkatan leverage seperti PT Chandra Asri Pacific Tbk (TPIA) dengan DER yang naik dari 0,70 kali pada 2021 menjadi 0,93 kali saat 2024, sementara PT Semen Indonesia (SMGR) justru memperlihatkan penurunan dari 0,91 kali menjadi 0,59 kali dalam periode yang sama. Efisiensi aset juga bervariasi, dimana TATO TPIA menurun dari 0,52 kali menjadi 0,38 kali, sementara INTP mempertahankan TATO di kisaran

0,57-0,64 kali mencerminkan efisiensi operasional yang relatif stabil. Variasi ini mencerminkan mekanisme Agency Theory (Jensen and Meckling, 1976) dimana perusahaan berupaya mengelola agency costs melalui kebijakan struktur modal yang optimal, menyeimbangkan antara agency costs of debt (konflik antara shareholders dan creditors) dengan agency costs of equity (konflik antara shareholders dan management). Tingkat leverage yang berbeda-beda antarperusahaan mengindikasikan manfaat debt governance mechanism yang mendisiplinkan manajemen dengan risiko financial distress costs yang meningkat seiring leverage tinggi.

Dari sisi non-keuangan, Corporate Social Responsibility (CSR Disclosure) berperan sebagai komponen krusial yang turut memberikan dampak terhadap persepsi pasar. Perusahaan sektor Basic Materials, khususnya subsektor pertambangan, kimia, dan semen, beroperasi dalam pengawasan ketat dari regulator dan masyarakat dikarenakan aktivitasnya berdampak langsung terhadap lingkungan melalui emisi gas rumah kaca, limbah B3 (Bahan Berbahaya dan Beracun), konsumsi air dan energi yang tinggi, serta potensi konflik dengan masyarakat lokal. Berdasarkan regulasi di Indonesia menetapkan kewajiban badan usaha yang beroperasi di sektor sumber daya alam untuk melaksanakan tanggung jawab sosial dan lingkungan hidup sebagaimana penetapan UU No. 40 Tahun 2007 Pasal 74 tentang Perseroan Terbatas (Pemerintah Indonesia, 2007). Meskipun sebagian besar perusahaan Basic Materials telah menyajikan laporan keberlanjutan (sustainability report) atau mengungkapkan CSR di annual report, tingkat pengungkapannya masih bervariasi beberapa perusahaan hanya melaporkan aspek sosial dasar tanpa kuantitatif yang memadai, sedangkan yang lain melaporkan secara komprehensif sesuai standar GRI (Global Reporting Initiative). Variasi ini membuka peluang untuk menguji sejauh mana pengungkapan CSR dapat memperkuat hubungan antara profitabilitas dan return saham, sebagaimana dijelaskan dalam stakeholder theory (Freeman and McVea, 2005) bahwa legitimasi sosial berperan penting dalam menciptakan nilai pasar perusahaan, terutama pada sektor yang memiliki risiko reputasi tinggi akibat potensi dampak lingkungan negatif.

Beberapa studi terdahulu menunjukkan hasil yang belum konsisten, mengindikasikan adanya research gap yang relevan. (Ersyafdi and Aslamiyah, 2023) mengungkapkan adanya pengaruh positif ROA terhadap return saham, namun (Kurniawan, 2023) melaporkan leverage (DER) tidak berpengaruh signifikan, bertentangan dengan Agency Theory yang memprediksi leverage sebagai debt governance mechanism. Terkait ukuran perusahaan, (Astarina and Yudianto, 2024) menemukan pengaruh positif terhadap return saham, sejalan dengan Signaling Theory, namun berbeda dengan temuan (Kurniawan, 2023). Mengenai peran moderasi CSR, (Achyani, Calista and Asaro, 2024; (Havlinova and Kukacka, 2023; Yoon and Chung, 2018) menegaskan CSR disclosure memperkuat hubungan profitabilitas-nilai pasar melalui peningkatan legitimasi sosial dan kepercayaan investor sesuai Stakeholder Theory. Namun, (Narayana and Wirakusuma, 2021)

menemukan efek moderasi CSR hanya signifikan pada perusahaan besar. Ketidakkonsistenan ini memperlihatkan research gap yang relevan untuk diuji kembali, khususnya di sektor Basic Materials yang memiliki volatilitas tinggi, intensitas modal besar, serta dampak lingkungan signifikan, dimana penelitian terkait mekanisme mediasi ROA dan moderasi CSR disclosure masih jarang dilakukan di Indonesia.

Penelitian ini berangkat dari perumusan permasalahan utama berupa ketidaksesuaian antara teori keuangan dan realitas empiris perusahaan sektor Basic Materials yang termasuk di BEI, serta adanya beragam aspek yang memengaruhi performa pengembalian saham yang belum menunjukkan pola yang konsisten. Secara teoretis, struktur modal tinggi seharusnya menurunkan profitabilitas karena meningkatnya beban keuangan, namun beberapa perusahaan justru mampu mencatat laba positif meskipun memiliki leverage tinggi. Demikian pula, efisiensi aset tidak selalu diikuti peningkatan kinerja keuangan, dan sinyal profitabilitas (ROA) tidak selalu direspons positif oleh pasar melalui return saham. Selain itu, meskipun Stakeholder Theory menegaskan bahwa pengungkapan CSR dapat memperkuat legitimasi dan persepsi investor, praktik di lapangan menunjukkan bahwa banyak perusahaan masih menjadikannya formalitas tanpa dampak nyata pada nilai pasar. Berdasarkan fenomena tersebut, tujuan utama penelitian ini guna menganalisis pengaruh struktur modal (DER) dan efisiensi aset (TATO) terhadap return saham, melalui ROA sebagai variabel mediasi, CSR disclosure sebagai variabel moderasi, serta firm size berperan sebagai variabel kontrol pada perusahaan sektor Basic Materials periode 2021–2024.

Kontribusi penelitian ini secara teoretis adalah penggunaan Agency Theory sebagai framework utama untuk menjelaskan mekanisme kompleks bagaimana keputusan struktur modal dan efisiensi aset mempengaruhi profitabilitas dan kinerja pasar melalui agency costs mechanism pada sektor capital-intensive dengan information asymmetry tinggi. Penelitian ini juga mengintegrasikan Stakeholder Theory untuk menjelaskan bagaimana CSR disclosure berfungsi sebagai legitimacy mechanism yang memoderasi hubungan tersebut, terutama pada sektor Basic Materials yang menghadapi stakeholder pressure tinggi dan mandatory CSR regulation (Pemerintah Indonesia, 2007). Secara metodologis, penelitian ini menempatkan ROA sebagai variabel mediasi yang menjembatani pengaruh DER dan TATO terhadap return saham, serta menguji mekanisme moderated mediation dimana CSR disclosure memoderasi kekuatan jalur mediasi tersebut. Temuan studi ini memberikan implikasi praktis bagi berbagai pemangku kepentingan, manajemen dapat mengoptimalkan struktur modal dan meningkatkan kualitas pengungkapan CSR sebagai strategi reputasional. Bagi investor memperoleh panduan empiris terkait kombinasi indikator keuangan dan non-keuangan untuk menunjang proses pengambilan keputusan investasi, sementara regulator seperti OJK dan BEI dapat meningkatkan kualitas pelaporan keberlanjutan dan pengawasan praktik pengungkapan CSR agar lebih substansial dalam mendorong praktik bisnis

berkelanjutan di sektor Basic Materials.

METODE PENELITIAN

Penelitian ini dilakukan melalui pendekatan kuantitatif yang bersifat asosiatif kausal. Penelitian ini menghubungkan leverage (Debt to Equity Ratio) dan efisiensi aset (Total Asset Turnover) terhadap return saham, dimediasi oleh profitabilitas (Return on Assets) dan dimoderasi oleh CSR Disclosure sebagai proksi dari aspek Environmental, Social, and Governance (ESG), dengan firm size sebagai variabel kontrol. Sumber data mengandalkan data sekunder yang dikumpulkan berdasarkan laporan tahunan (annual report) dan laporan keberlanjutan (sustainability report) perusahaan. Data harga saham diperoleh dari Yahoo Finance periode 2021-2024.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Hasil Penelitian

Statistik Deskriptif

Sumber: Data diolah 2025

<i>Variabel</i>	<i>Mean</i>	<i>Median</i>	<i>Std. Dev</i>	<i>Min</i>	<i>Max</i>
DER	1.110	0.680	1.826	0.040	11.33
TATO	0.729	0.810	0.435	0.010	1.890
ROA	0.042	0.044	0.068	-0.141	0.313
CSR	0.897	0.980	0.175	0.270	1.000
Firm Size	28.300	28.190	2.690	21.270	32.760
Return Saham	0.203	0.090	0.452	-0.450	1.880

Statistik deskriptif menunjukkan adanya variasi data yang signifikan antarperusahaan dalam sektor Basic Materials periode 2021-2024. DER memiliki rata-rata 1.11 dengan standar deviasi 1.83, mencerminkan heterogenitas struktur modal yang sangat tinggi. TATO rata-rata 0.73 mengindikasikan karakteristik sektor Basic Materials yang padat modal dengan perputaran aset relatif lambat. ROA rata-rata 4.2% dengan rentang nilai negatif hingga positif yang mengonfirmasi adanya disparitas kinerja keuangan antarperusahaan, konsisten dengan fenomena yang diidentifikasi pada analisis awal. CSR disclosure rata-rata 89.7% menunjukkan compliance yang baik terhadap regulasi UU No. 40/2007, meskipun masih ada variasi. Firm size memiliki rata-rata 28,30 , mencerminkan perbedaan skala perusahaan dalam sektor ini. Sementara itu, return saham rata-rata 20.3% dengan standar deviasi 45.2% mencerminkan volatilitas tinggi sektor ini.

Pemilihan Model Regresi Data Panel

Sumber: Data diolah 2025

Model	Uji Chow (Prob)	Uji Hausman (Prob)	Uji LM (Prob)	Model Terpilih
Model 1 (Der, TATO → ROA)	0.0000	0.0088	-	FEM
Model 2 (ROA → Return)	0.7301	0.3244	0.1248	CEM
Model 4 (Moderated Mediation)	0.4983	0.1122	0.0852	CEM

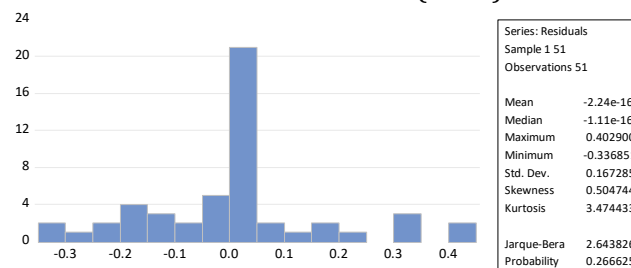
Hasil pemilihan model menunjukkan bahwa hanya Model 1 (pengaruh DER dan TATO terhadap ROA) menggunakan Fixed Effect Model (FEM) Hal ini mengindikasikan adanya perbedaan karakteristik spesifik antarperusahaan yang secara signifikan memengaruhi hubungan antara leverage dan efisiensi aset terhadap profitabilitas. Kondisi ini mencerminkan heterogenitas perusahaan dalam sektor Basic Materials yang memiliki struktur biaya, intensitas modal, dan pola operasional yang berbeda. Sementara itu, Model 2 (pengaruh ROA terhadap return saham) dan Model 4 (model moderated mediation) menggunakan Common Effect Model (CEM). Temuan ini mengindikasikan bahwa respons pasar terhadap profitabilitas dan pengungkapan CSR bersifat relatif homogen di seluruh perusahaan dalam sektor Basic Materials.

Uji Asumsi Klasik

Uji Normalitas Residual

Uji normalitas residual dilakukan menerapkan Jarque-Bera test untuk memastikan bahwa error term pada model regresi utama berdistribusi normal sebagai salah satu prasyarat pengujian hipotesis parametrik. Pengujian awal menunjukkan residual belum memenuhi asumsi normalitas dengan nilai probabilitas Jarque-Bera $< 0,05$, mengindikasikan adanya observasi ekstrem yang menyebabkan distribusi residual tidak normal.

Sumber: Data diolah (2025)



Setelah penanganan outlier melalui penambahan variabel dummy D_OUT, uji normalitas residual kembali dilakukan. Hasil pengujian menunjukkan bahwa nilai probabilitas Jarque-Bera $> 0,05$, sehingga hipotesis nol tidak ditolak. Oleh karena itu, residual model regresi dinyatakan berdistribusi normal, yang mengindikasikan

bahwa permasalahan ketidaknormalan pada analisis awal telah teratasi melalui treatment outlier dan model regresi layak digunakan untuk pengujian hipotesis selanjutnya.

Hasil Analisis Regresi

Pengaruh DER dan TATO terhadap ROA (Fixed Effect Model)

Sumber: Data diolah 2025

<i>Variabel</i>	<i>Coefficient</i>	<i>Std. Error</i>	<i>t-Statistic</i>	<i>Prob</i>
C	0.064943	0.004570	14.20936	0.0000
DER	-0.020842	0.002723	-7.653941	0.0000
TATO	0.007195	0.005115	1.406665	0.1611
Firm Size	-4.61E-06	1.76E-05	-0.261524	0.7940
Prob (F-statistic)	0.00000			
R-squared	0.2412			

Hasil regresi menunjukkan DER berpengaruh negatif dan sangat signifikan terhadap ROA pada nilai probabilitas 0.0000 dan koefisien sebesar -0.020842 memperlihatkan peningkatan leverage akan menurunkan tingkat profitabilitas perusahaan. Sebaliknya, TATO memiliki nilai probabilitas 0.1611 oleh karena itu tidak memberikan dampak signifikan terhadap ROA meskipun memiliki arah koefisien positif sebesar 0.007195. Variabel kontrol Firm Size juga tidak memberikan pengaruh signifikan pada probabilitas 0.7940. Uji simultan memperlihatkan model signifikan secara keseluruhan dengan nilai Prob(F-statistic) sebesar 0.0000. Nilai R-squared sebesar 0.2412 memperlihatkan bahwa variabel leverage dan efisiensi aset mampu menjelaskan sekitar 24% variasi profitabilitas perusahaan sektor Basic Materials.

Pengaruh ROA terhadap Return Saham (Common Effect)

Sumber: Data diolah 2025

<i>Variabel</i>	<i>Coefficient</i>	<i>Std. Error</i>	<i>t-Statistic</i>	<i>Prob.</i>
C	0.520912	0.286434	1.818612	0.0705
ROA (M)	2.859679	0.682670	4.188962	0.0000
Firm Size	2.26E-06	0.000168	0.013423	0.9893
Prob(F-statistic)	0.0000			
R-squared	0.3407			

Hasil regresi memperlihatkan ROA berpengaruh signifikan arah positif terhadap return saham dengan nilai probabilitas 0.0000 dan koefisien sebesar 2.8597 menunjukkan setiap kenaikan 1% ROA meningkatkan return saham 2.86%.

Sementara itu, variabel kontrol Firm Size tidak berpengaruh signifikan terhadap return saham. Nilai R-squared sebesar 0.3407 mengindikasikan sekitar 34% variasi return saham dapat dijelaskan oleh profitabilitas dan variabel kontrol dalam model.

Uji Mediasi ROA (*Sobel test*)

Sumber: Data diolah 2025

Jalur Mediasi	a (X→M)	SEa	b (M→Y)	SEb	Indirect Effect (axb)	Z-Sobel	P-value	Kesimpulan
DER → ROA → Return	-	0.0027	2.8597	0.682	-0.0596	-	0.0002	Signifikan (Mediasi Penuh)
	0.020842	23		7		3.67		

Catatan: Jalur TATO → ROA → Return tidak diuji karena prasyarat mediasi tidak terpenuhi (TATO → ROA tidak signifikan, p=0.1611)

Hasil uji Sobel memperlihatkan ROA secara signifikan memediasi hubungan DER terhadap return saham dengan nilai Z sebesar -3.67 dan p-value 0.0002. Nilai Z-Sobel yang lebih besar dari nilai kritis 2.58 mengindikasikan bahwa efek mediasi sangat signifikan secara statistik. Efek tidak langsung (indirect effect) yang negatif menunjukkan bahwa peningkatan leverage menurunkan profitabilitas perusahaan yang kemudian berdampak negatif terhadap return saham. Hasil ini mengindikasikan ROA berperan sebagai mekanisme transmisi pengaruh DER terhadap return saham, dimana pengaruh tidak langsung melalui ROA terbukti sangat signifikan ($p = 0.0002$). Hal ini menunjukkan bahwa investor tidak langsung merespons perubahan leverage, melainkan menunggu dampak aktual leverage terhadap profitabilitas sebelum mengubah valuasi saham. Sementara itu, pengujian mediasi untuk jalur TATO → ROA → Return tidak dapat dilakukan karena prasyarat mediasi tidak terpenuhi, dimana TATO tidak berpengaruh signifikan terhadap ROA berdasarkan model sebelumnya ($p=0.1611 > 0.05$).

Analisis Regresi Moderasi (*MRA-Common Effect*)

Sumber: Data diolah 2025

Variabel	Coefficient	Std.Error	t-Statistic	Prob
C	-1.465035	0.827191	-1.771097	0.0781
DER x CSR	-0.505542	0.449272	-1.125247	0.2619
TATO x CSR	-1.216600	0.834516	-1.457851	0.1465
ROA x CSR	-13.10781	7.111327	-1.843230	0.0668
Prob(F-statistic)	0.0000			
R-squared	0.373004			

Hasil analisis regresi moderasi memperlihatkan bahwa hanya interaksi

antara Return on Assets (ROA) dan CSR disclosure yang berpengaruh signifikan arah negatif terhadap return saham pada tingkat signifikansi $\alpha=10\%$ ($p = 0.0668$) yang mengindikasikan bahwa CSR disclosure memperlemah pengaruh profitabilitas terhadap return saham. Sementara itu, interaksi Debt to Equity Ratio (DER) dan Total Asset Turnover (TATO) dengan CSR disclosure tidak menunjukkan pengaruh yang signifikan. Uji simultan menunjukkan bahwa model moderasi signifikan secara keseluruhan dengan nilai Prob(F-statistic) sebesar 0,0000, sehingga dapat disimpulkan bahwa CSR disclosure berperan sebagai moderator lemah yang hanya memengaruhi hubungan antara profitabilitas dan return saham.

Pengujian Moderated Mediation (H9 dan H10)

Berdasarkan hasil analisis sebelumnya, jalur mediasi DER → ROA → Return terbukti signifikan dengan nilai Sobel test $Z=-3.67$ dan $p=0.0002$. Untuk menguji apakah CSR disclosure memoderasi jalur mediasi ini, dievaluasi signifikansi interaksi pada dua tahap, yaitu tahap pertama DER → ROA dan tahap kedua ROA → Return. Pada tahap pertama, interaksi DER×CSR tidak signifikan dengan koefisien -0.505 dan $p=0.2619$, mengindikasikan CSR tidak memoderasi pengaruh leverage terhadap profitabilitas. Sementara pada tahap kedua, interaksi ROA×CSR signifikan pada $\alpha=10\%$ dengan koefisien -13.108 dan $p=0.0668$, mengindikasikan CSR memoderasi pengaruh profitabilitas terhadap return saham. Untuk mengidentifikasi pola moderasi, dilakukan perhitungan conditional indirect effect pada berbagai tingkat CSR disclosure menggunakan formula Indirect Effect = $a \times [b + b_3(\text{CSR})]$, dimana a merupakan koefisien DER→ROA sebesar -0.020842, b merupakan koefisien ROA→Return sebesar 2.859679, dan b_3 merupakan koefisien interaksi ROA×CSR sebesar -13.10781.

Sumber: Data diolah 2025

CSR Disclosure Level	Nilai CSR	Indirect Effect
Rendah (Mean - 1SD)	0.722	0.1376
Mean	0.897	0.1854
Tinggi (Mean + 1SD)	1.072	0.2332

Koefisien interaksi ROA×CSR negatif (-13.108, $p=0.0668$) menunjukkan CSR memperlemah hubungan langsung ROA→Return karena legitimacy buffer, mengindikasikan investor kurang reaktif terhadap fluktuasi profitabilitas jangka pendek pada perusahaan dengan CSR tinggi. Namun dalam jalur tidak langsung DER→ROA→Return, terjadi double negative effect dimana leverage tinggi menurunkan ROA (koefisien -0.020842), dan penurunan ROA ini ditransmisikan lebih kuat ke return saham pada perusahaan dengan CSR tinggi. Conditional indirect effect meningkat dari 0.1376 (CSR rendah) menjadi 0.2332 (CSR tinggi), mengonfirmasi CSR memperkuat transmisi sinyal leverage melalui profitabilitas karena kombinasi dua sinyal negatif (leverage tinggi + profitabilitas menurun) dipersepsikan pasar sebagai indikasi mismanagement yang lebih serius.

Uji Kelayakan Model dan Pengujian Hipotesis

Pengujian hipotesis penelitian ini diterapkan melalui dua tahapan, yakni model dasar tanpa moderasi dan model moderasi dengan memasukkan variabel interaksi antara rasio keuangan dan CSR disclosure. Berdasarkan hasil Uji Chow, Uji Hausman, dan Uji Lagrange Multiplier, model yang digunakan dalam estimasi regresi data panel disesuaikan dengan karakteristik masing-masing model. Model Fixed Effect digunakan pada model dasar yang menguji pengaruh DER dan TATO terhadap ROA, sedangkan model Common Effect digunakan pada model yang menguji pengaruh ROA terhadap return saham serta model regresi moderasi.

Pada model dasar, hasil uji parsial memperlihatkan Debt to Equity Ratio (DER) berpengaruh negatif dan signifikan terhadap Return on Assets (ROA), akibatnya hipotesis pertama yang menyatakan bahwa leverage berpengaruh terhadap profitabilitas perusahaan dinyatakan **diterima**. Sementara itu, Total Asset Turnover (TATO) tidak berpengaruh signifikan terhadap ROA, sehingga hipotesis kedua dinyatakan **ditolak**. Temuan ini mengonfirmasikan bahwa struktur pendanaan lebih berperan dalam menentukan tingkat profitabilitas dibandingkan efisiensi penggunaan aset pada sektor Basic Materials. Selanjutnya, pada model yang menguji pengaruh profitabilitas terhadap return saham, hasil pengujian menunjukkan bahwa Return on Assets (ROA) berpengaruh positif dan signifikan terhadap return saham, sehingga hipotesis ketiga **diterima**. Temuan ini memperlihatkan bahwa investor merespons kinerja profitabilitas perusahaan sebagai sinyal utama dalam pengambilan keputusan investasi. Berdasarkan uji mediasi menggunakan Sobel Test, ROA terbukti memediasi secara penuh pengaruh DER terhadap return saham, akibatnya hipotesis mediasi **diterima**.

Pada tahap kedua, analisis regresi moderasi dilakukan dengan memasukkan variabel interaksi antara CSR disclosure dan masing-masing variabel independen. Hasil pengujian menunjukkan bahwa interaksi DER dan TATO dengan CSR disclosure memiliki nilai probabilitas $>0,05$, sehingga hipotesis moderasi terkait leverage dan efisiensi aset dinyatakan **ditolak**. Hal ini mengindikasikan bahwa CSR disclosure tidak memoderasi pengaruh leverage maupun efisiensi aset terhadap return saham. Namun demikian, interaksi antara ROA dan CSR disclosure memperlihatkan pengaruh negatif dan signifikan terhadap return saham pada tingkat signifikansi 10%, sehingga hipotesis moderasi yang menyatakan bahwa CSR disclosure memoderasi hubungan antara profitabilitas dan return saham dinyatakan **diterima**. Koefisien interaksi yang negatif mengindikasikan bahwa pada hubungan langsung (direct effect ROA→Return), CSR disclosure memperlemah pengaruh profitabilitas terhadap return saham. Namun, dalam konteks jalur tidak langsung (DER→ROA→Return), terjadi mekanisme double negative effect dimana koefisien negatif DER→ROA dikombinasikan dengan koefisien negatif interaksi ROA×CSR justru menghasilkan penguatan pada indirect effect. Hal ini berarti pada perusahaan dengan CSR disclosure tinggi, perubahan profitabilitas terutama yang disebabkan oleh keputusan struktur modal direfleksikan lebih signifikan dalam return saham.

Pengujian hipotesis 9 memperlihatkan CSR disclosure memoderasi pengaruh tidak langsung DER terhadap return saham melalui ROA secara parsial. Interaksi DER×CSR tidak signifikan ($p=0.2619$), namun interaksi ROA×CSR signifikan pada $\alpha=10\%$ ($p=0.0668$). Conditional indirect effect analysis mengonfirmasi pola moderasi hanya pada tahap ROA→Return, sehingga hipotesis 9 **diterima sebagian** dengan mekanisme second-stage moderated mediation. Sementara itu, pengujian hipotesis 10 tidak dapat dilakukan karena prasyarat mediasi tidak terpenuhi, dimana TATO tidak berpengaruh signifikan terhadap ROA ($p=0.1611$), sehingga hipotesis 10 dinyatakan **tidak didukung** (not supported).

Uji simultan pada seluruh model memperlihatkan model regresi signifikan secara menyeluruh dengan nilai Prob(F-statistic) di bawah tingkat signifikansi 5%. Nilai koefisien determinasi memperlihatkan variasi return saham bisa dijelaskan secara terbatas oleh variabel penelitian, sehingga masih adanya faktor lain di luar model yang memengaruhi pergerakan return saham. Secara keseluruhan, hasil penelitian memperlihatkan bahwa profitabilitas ialah faktor utama yang memengaruhi return saham, sementara CSR disclosure hanya berperan dalam memoderasi hubungan tersebut secara terbatas.

Pembahasan

Pengaruh Debt to Equity Ratio (DER) terhadap Profitabilitas (ROA)

Berdasarkan hasil uji hipotesis, Debt to Equity Ratio (DER) berpengaruh negatif dan signifikan terhadap Return on Assets (ROA). Nilai probabilitas 0.0000 ($>0,05$) memperlihatkan peningkatan tingkat leverage perusahaan cenderung menurunkan profitabilitas. Temuan ini mendukung Agency Theory bahwa leverage tinggi meningkatkan agency costs of debt melalui beban bunga tetap yang menekan laba, risk-shifting behavior di mana manajemen mengambil proyek berisiko tinggi, underinvestment problem ketika perusahaan menolak proyek NPV positif karena keuntungan terbagi dengan kreditur, serta meningkatnya financial distress costs; dalam sektor Basic Materials yang padat modal dan menghadapi volatilitas harga komoditas, agency costs of debt semakin signifikan karena arus kas yang fluktuatif dan asset specificity yang membuat aset sulit dilikuidasi. Hasil ini konsisten dengan penelitian (Irawati, Suhatmi and Ningsih, 2023; Afridayani and Putren, 2024) yang menemukan pengaruh negatif leverage terhadap profitabilitas pada sektor manufaktur Indonesia, mengkonfirmasi bahwa leverage tinggi dipersepsikan sebagai indikator agency problems dan risiko finansial yang menekan profitabilitas.

Pengaruh Total Asset Turnover (TATO) terhadap Profitabilitas (ROA)

Temuan pengujian menunjukkan bahwa Total Asset Turnover (TATO) tidak berpengaruh signifikan terhadap ROA dengan probabilitas 0.1611 ($>0,05$), yang dalam perspektif Agency Theory dapat dijelaskan oleh karakteristik industri Basic Materials yang capital-intensive dengan siklus konversi kas panjang (mean TATO = 0.729), sehingga efisiensi aset sebagai indikator managerial discipline tidak secara

langsung memengaruhi profitabilitas; pada sektor ini, ROA lebih dominan dipengaruhi faktor eksternal seperti fluktuasi harga komoditas global, nilai tukar rupiah, dan permintaan pasar internasional dibandingkan efisiensi internal penggunaan aset, sehingga agency costs terkait pengelolaan aset menjadi kurang relevan dalam menentukan profitabilitas jangka pendek dibandingkan pengaruh makroekonomi dan kondisi pasar komoditas. Variasi ROA yang tinggi (std. dev = 0.068) mengkonfirmasi bahwa profitabilitas lebih dipengaruhi struktur biaya, margin operasi, dan beban keuangan dibanding tingkat perputaran aset. Temuan ini berbeda dengan (Nurlaela *et al.*, 2019; Rambe, Elwisam and Digdowiseiso, 2023) yang menemukan TATO berpengaruh positif pada manufaktur umum, mengkonfirmasi bahwa karakteristik spesifik sektor Basic Materials memerlukan pendekatan analisis berbeda dimana efisiensi aset bukan determinan utama profitabilitas jangka pendek.

Pengaruh Return on Assets (ROA) terhadap Return Saham

Berdasarkan hasil uji hipotesis, Return on Assets (ROA) terbukti berpengaruh positif dan signifikan terhadap return saham dengan probabilitas 0.0000 ($<0,05$) dan koefisien 2.8597, yang berarti setiap peningkatan 1% profitabilitas mampu meningkatkan return saham sebesar 2,86%. Temuan ini sejalan dengan Agency Theory bahwa profitabilitas merupakan outcome dari minimisasi agency costs dan digunakan investor sebagai screening mechanism untuk menilai kompetensi manajerial dalam mengelola aset, efektivitas pengelolaan konflik keagenan, serta keberlanjutan laba. ROA yang tinggi memberikan sinyal kuat kepada pasar bahwa agency costs rendah, manajemen berorientasi pada kepentingan shareholders, dan perusahaan memiliki fundamental yang solid sehingga meningkatkan kepercayaan investor serta memperkuat valuasi saham. Temuan ini sejalan dengan (Irdawati *et al.*, 2023; Eryafdi and Aslamiyah, 2023; Firmansyah and Yovita, 2023) menegaskan bahwa meskipun berbagai faktor mempengaruhi harga saham, kinerja fundamental berupa profitabilitas tetap menjadi komponen utama pengambilan keputusan investasi.

Peran Profitabilitas (ROA) sebagai Variabel Mediasi

Hasil uji Sobel menunjukkan bahwa Return on Assets (ROA) secara signifikan memediasi pengaruh Debt to Equity Ratio (DER) terhadap return saham dengan nilai Z-Sobel -3.67 dan p-value 0.0002, di mana efek tidak langsung sebesar -0.0596 menandakan bahwa leverage memengaruhi return saham melalui dampaknya terhadap profitabilitas terlebih dahulu. Dalam perspektif Agency Theory, mekanisme mediasi ini menjelaskan bahwa investor tidak langsung merespons perubahan leverage, melainkan menunggu dampak aktual leverage terhadap agency costs dan profitabilitas sebelum menyesuaikan valuasi saham. Leverage tinggi meningkatkan agency costs of debt yang tercermin dalam penurunan ROA, dan penurunan ROA tersebut diinterpretasikan investor sebagai sinyal adanya agency problems yang menurunkan return saham. Mekanisme transmisi ini konsisten dengan Agency

Theory bahwa informasi keuangan seperti leverage ditransmisikan melalui outcome operasional berupa ROA sebagai hasil minimisasi agency costs sebelum akhirnya tercermin dalam harga saham. Hasil ini sejalan dengan (Hasanuddin *et al.*, 2025; Nordiansyah *et al.*, 2025), mengkonfirmasi bahwa pada sektor Basic Materials yang padat modal dan berisiko tinggi, keputusan struktur modal berdampak pada beban keuangan yang mempengaruhi profitabilitas, kemudian direfleksikan dalam return saham.

Pengaruh CSR Disclosure sebagai Variabel Moderasi pada Hubungan ROA terhadap Return Saham

Temuan pengujian moderasi memperlihatkan interaksi ROA dan CSR disclosure berpengaruh negatif signifikan terhadap return saham pada $\alpha=10\%$ dengan koefisien -13.108 dan p-value 0.0668. Meskipun koefisien negatif mengindikasikan pelemahan direct effect, dalam konteks jalur mediasi dimana DER→ROA bernilai negatif (-0.020842), terjadi double negative effect yang menghasilkan penguatan pada indirect effect. Conditional indirect effect analysis mengkonfirmasi pola ini, dimana pada perusahaan dengan CSR disclosure tinggi (107.2%), indirect effect mencapai 0.2332 lebih kuat dibanding CSR rendah (72.2%) yang hanya 0.1376. Mekanisme second-stage moderated mediation menunjukkan CSR disclosure memoderasi jalur mediasi hanya pada tahap ROA→Return. Koefisien negatif ROA×CSR mengindikasikan CSR memperlemah hubungan langsung ROA→Return, namun dalam jalur tidak langsung DER→ROA→Return, double negative effect (DER→ROA negatif × ROA×CSR negatif) menghasilkan indirect effect yang lebih kuat pada perusahaan dengan CSR tinggi. Hal ini menunjukkan bahwa meskipun CSR meredam respon pasar terhadap profitabilitas secara langsung, CSR justru memperkuat transmisi sinyal leverage melalui jalur profitabilitas. Temuan ini konsisten dengan (Yoon and Chung, 2018; Kansil&Aini, 2022), bahwa CSR disclosure memperkuat hubungan profitabilitas-nilai pasar.

Pengaruh CSR Disclosure sebagai Variabel Moderasi pada Hubungan DER dan TATO terhadap Return Saham

Temuan penelitian memperlihatkan interaksi antara Debt to Equity Ratio (DER) dan CSR disclosure serta interaksi antara Total Asset Turnover (TATO) dan CSR disclosure tidak berpengaruh signifikan terhadap return saham. Temuan ini mengindikasikan bahwa CSR disclosure tidak mampu memoderasi pengaruh leverage maupun efisiensi aset terhadap return saham. . Tidak signifikannya efek moderasi dapat dijelaskan bahwa investor menilai risiko leverage dan efisiensi operasional sebagai indikator teknis objektif yang tidak dipengaruhi transparansi praktik tanggung jawab sosial, terutama pada sektor Basic Materials yang menghadapi volatilitas harga komoditas tinggi dimana faktor fundamental seperti struktur modal dan efisiensi aset lebih relevan dibanding aspek non-finansial. Temuan ini berbeda dengan argumen Stakeholder Theory namun sejalan dengan

(Narayana and Wirakusuma, 2021) bahwa efek moderasi CSR bersifat selektif dan tidak berlaku universal pada seluruh hubungan variabel keuangan terhadap return saham, mengkonfirmasi bahwa meskipun CSR penting untuk legitimasi sosial, investor tetap memprioritaskan indikator keuangan fundamental dalam keputusan investasi jangka pendek.

Peran Firm Size dan Outlier sebagai Variabel Kontrol

Temuan penelitian menunjukkan bahwa ukuran perusahaan (Firm Size) tidak berpengaruh signifikan terhadap profitabilitas maupun return saham, yang dalam perspektif Agency Theory mengindikasikan bahwa pada sektor Basic Materials perbedaan struktur agency costs antara perusahaan besar dan kecil tidak cukup kuat untuk memengaruhi kinerja. Perusahaan besar memang memiliki monitoring mechanism lebih baik melalui analyst coverage dan investor institusional, namun hal itu diimbangi oleh tingginya agency costs akibat kompleksitas organisasi. Sebaliknya, perusahaan kecil dengan agency costs lebih rendah justru menghadapi keterbatasan akses pembiayaan dan monitoring eksternal, sehingga keduanya menghasilkan efek yang relatif netral. Dengan demikian, skala perusahaan bukanlah determinan utama profitabilitas maupun return saham di sektor Basic Materials, karena faktor eksternal seperti volatilitas harga komoditas dan kondisi pasar lebih dominan dalam menentukan kinerja. Temuan ini berbeda dengan (Firmansyah and Yovita, 2023; Astarina and Yudianto, 2024) namun sejalan dengan (Kurniawan, 2023) menegaskan relevansi ukuran perusahaan bersifat kontekstual tergantung karakteristik industri. Sementara itu, variabel dummy outlier (D_OUT) signifikan pada seluruh model, mengindikasikan terdapat observasi dengan karakteristik profitabilitas dan return saham yang berbeda ekstrem dari observasi normal, menegaskan pentingnya treatment outlier untuk hasil estimasi robust.

KESIMPULAN DAN SARAN

Penelitian ini menganalisis pengaruh struktur modal (DER), efisiensi aset (TATO), dan profitabilitas (ROA) terhadap return saham dengan CSR disclosure sebagai variabel moderasi pada 51 perusahaan sektor Basic Materials periode 2021–2024, dan hasilnya menunjukkan dinamika yang kompleks antara faktor internal perusahaan, mekanisme agency costs, serta legitimasi sosial. Leverage yang diukur dengan DER terbukti berpengaruh negatif signifikan terhadap profitabilitas, mendukung Agency Theory bahwa leverage tinggi meningkatkan agency costs of debt melalui beban bunga tetap, risk-shifting behavior, underinvestment problem, dan financial distress costs, sehingga menekan kemampuan perusahaan menghasilkan laba. Sebaliknya, efisiensi aset (TATO) tidak berpengaruh signifikan terhadap profitabilitas, mencerminkan karakteristik industri Basic Materials yang capital-intensive dengan siklus bisnis panjang, di mana managerial efficiency kurang relevan dalam menentukan profitabilitas jangka pendek dibandingkan faktor eksternal seperti fluktuasi harga komoditas global, nilai tukar, dan permintaan pasar

internasional. Profitabilitas (ROA) terbukti berpengaruh positif signifikan terhadap return saham, menegaskan prediksi Agency Theory bahwa ROA sebagai outcome of agency cost minimization merupakan screening mechanism utama bagi investor dalam menilai kompetensi manajerial, efektivitas pengelolaan konflik keagenan, dan fundamental perusahaan. Lebih jauh, ROA berperan sebagai transmission mechanism yang memediasi pengaruh leverage terhadap return saham, menunjukkan bahwa dampak struktur modal terhadap nilai pasar terjadi melalui realisasi agency costs pada profitabilitas terlebih dahulu. Terkait CSR disclosure, hasil penelitian memperlihatkan efek moderasi yang selektif sesuai Stakeholder Theory: CSR tidak memoderasi hubungan leverage maupun efisiensi aset terhadap return saham, menandakan bahwa investor menilai faktor fundamental secara objektif, tetapi CSR disclosure terbukti memoderasi hubungan profitabilitas terhadap return saham melalui second-stage moderated mediation. Koefisien interaksi ROA×CSR yang negatif menunjukkan CSR berfungsi sebagai legitimacy buffer yang melemahkan hubungan langsung ROA→Return, namun memperkuat indirect effect DER→ROA→Return karena kombinasi sinyal negatif (leverage tinggi dan profitabilitas menurun) dipersepsikan pasar sebagai indikasi agency problems yang lebih serius pada perusahaan dengan CSR disclosure tinggi. Dengan demikian, CSR disclosure berperan sebagai mekanisme legitimasi yang selektif, memperlemah direct effect namun memperkuat indirect effect dalam jalur mediasi sesuai integrasi Stakeholder Theory dan Agency Theory. Secara keseluruhan, profitabilitas menjadi faktor dominan yang memengaruhi return saham, struktur modal berperan sebagai anteseden melalui mekanisme agency costs dan mediasi profitabilitas, CSR disclosure berfungsi sebagai legitimacy mechanism yang terbatas namun signifikan dalam jalur mediasi, sementara firm size sebagai variabel kontrol tidak berpengaruh signifikan, menegaskan bahwa di sektor Basic Materials kinerja lebih ditentukan oleh efektivitas pengelolaan agency conflicts dan faktor eksternal dibandingkan skala perusahaan.

Saran bagi manajemen perusahaan, disarankan mengoptimalkan struktur pendanaan dengan menjaga keseimbangan leverage untuk meminimalkan agency costs of debt dan menghindari tekanan pada profitabilitas, serta meningkatkan kualitas pengungkapan CSR sebagai legitimacy mechanism dan bonding mechanism yang mengurangi information asymmetry sesuai integrasi Stakeholder Theory dan Agency Theory, sehingga meningkatkan kepercayaan investor dan stakeholder terhadap keberlanjutan profitabilitas. Bagi regulator, disarankan meningkatkan standar pelaporan keberlanjutan dengan framework pengungkapan CSR yang lebih terstruktur. Bagi penelitian selanjutnya, disarankan memperluas periode observasi (7-10 tahun), menambahkan variabel makroekonomi (harga komoditas, nilai tukar) dan tata kelola perusahaan, mengeksplorasi moderator alternatif seperti corporate governance quality dan menggunakan pengukuran CSR yang lebih objektif seperti ESG rating dari lembaga independen.

DAFTAR PUSTAKA

- Abror, M.U. and Marsono, A.D. (2025) "The Effect of Tato and DER on Stock Prices , with ROA as a Mediator , on the Jakarta Islamic Index," 05(2), pp. 3065–3077.
- Achyani, M.N., Calista, S. and Asaro, U.A.L. (2024) "Corporate Social Responsibility dan Nilai Perusahaan: Moderasi oleh Profitabilitas," *Mandiri : Jurnal Akuntansi dan Keuangan*, 3(3), pp. 87–95. Available at: <https://doi.org/10.59086/jak.v3i3.645>.
- Afridayani and Putren (2024) "Pengaruh Ukuran Perusahaan, Struktur Modal dan Corporate Social Responsibility Terhadap Kinerja Keuangan," *MANTAP: Journal of Management Accounting, Tax and Production*, 2(2), pp. 1091–1107. Available at: <https://doi.org/10.57235/mantap.v2i2.3552>.
- Agustin, R. et al. (2023) *Financial Ratio and Stock Returns in Indonesia Equity Markets: A Signaling Theory Approach*. Atlantis Press International BV. Available at: https://doi.org/10.2991/978-94-6463-154-8_25.
- Antari, N.P.H., Yuesti, A. and Dewi, N.P.S. (2020) "Pengaruh Kinerja Keuangan Terhadap Return Saham Pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2016-2018," *Kumpulan Hasil Riset Mahasiswa Akuntansi (KHARISMA)*, 2(1).
- Astarina, Y. and Yudianto, R. (2024) "Pengaruh Ukuran Perusahaan (Firm Size) Dan Risiko Investasi Terhadap Keuntungan (Return) Saham Pada Perusahaan Lq45 Di Bursa Efek Indonesia Tahun 2021," *Jurnal Ekonomia*, 14(1), pp. 17–27. Available at: <https://doi.org/10.54342/itbis-e.v14i1.295>.
- Brigham, E.F. and Houston, J.F. (2019) *Fundamentals of Financial Management Cengage Learning, The Journal of Finance*. Cengage Learning.
- Connelly, B.L. et al. (2011) "Signaling theory: A review and assessment," *Journal of Management*, 37(1), pp. 39–67. Available at: <https://doi.org/10.1177/0149206310388419>.
- Ersyafdi, I.R. and Aslamiyah, Z. (2023) "Pengaruh Rasio Keuangan dan Ukuran Perusahaan terhadap Return Saham Jakarta Islamic Index 70," *Iqtishoduna*, 19(2), pp. 173–191. Available at: <https://doi.org/10.18860/iq.v19i2.19273>.
- Firmansyah, R. and Yovita, L. (2023) "Pengaruh Firm Size, Financial Leverage, dan Profitabilitas terhadap Return Saham (Studi pada Perusahaan Sektor Telekomunikasi di BEI Periode 2017-2022)," *Jurnal Ekonomi dan Bisnis*, 2(4), pp. 223–234. Available at: <https://doi.org/10.33633/jekobs.v2i4.9555>.
- Freeman, R.E.E. and McVea, J. (2005) "A Stakeholder Approach to Strategic Management," *SSRN Electronic Journal [Preprint]*, (January 2001). Available at: <https://doi.org/10.2139/ssrn.263511>.
- Hasanuddin et al. (2025) "Review of Intervening Variables in Increasing Earnings Per Share," *Jurnal Ilmiah Manajemen Kesatuan*, 13(3), pp. 1731–1742. Available at: <https://doi.org/10.37641/jimkes.v13i3.3245>.
- Havlinova, A. and Kukacka, J. (2023) "Corporate Social Responsibility and Stock Prices After the Financial Crisis: The Role of Strategic CSR Activities," *Journal of*

- Business Ethics, 182(1), pp. 223–242. Available at: <https://doi.org/10.1007/s10551-021-04935-9>.
- Hayes (2013) "Introduction to Mediation, Moderation, and Conditional Process Analysis: A Regression-Based Approach. New York, NY: The Guilford Press." Available at: <https://doi.org/10.1111/jedm.12050>.
- IDX (2024) IDX, idx.com. Available at: <https://www.idx.co.id/id> (Accessed: September 20, 2025).
- INTP (2024) Yahoo finance. Available at: <https://finance.yahoo.com/quote/INTP.JK/history/>.
- Irawati, T., Suhatmi, E.C. and Ningsih, S. (2023) "Analisis Pengaruh Leverage, Profitabilitas, Dan Ukuran Perusahaan Terhadap Kinerja Keuangan Pada Perusahaan Sektor Food and Beverage Di Bei Tahun 2020-2022," *Jurnal Akuntansi dan Pajak*, 24(01), pp. 1–8.
- Irdawati et al. (2023) "Efektivitas return on asset terhadap return saham pada perusahaan: studi manajemen keuangan," *Entrepreneurship Bisnis Manajemen Akuntansi (E-BISMA)*, 4(1), pp. 21–31. Available at: <https://doi.org/10.37631/ebisma.v4i1.834>.
- Jensen, M.C. and Meckling, W.H. (1976) "Theory of the Firm: Managerial," *Journal of Financial Economics*, 3, pp. 305–360. Available at: [https://doi.org/http://dx.doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/http://dx.doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X).
- Juliani, D.I., Karyatun, S. and Digidowiseiso, K. (2023) "The Effect Of Current Ratio, Total Asset Turnover And Debt To Equity Ratio On The Financial Performance Of Manufacturing Companies Listed On The Indonesia Stock Exchange For The 2016-2020 Period," *Jurnal Syntax Admiration*, 4(4), pp. 630–643. Available at: <https://doi.org/10.46799/jsa.v4i4.863>.
- Kamaliah, K. (2020) "Disclosure of corporate social responsibility (CSR) and its implications on company value as a result of the impact of corporate governance and profitability," *International Journal of Law and Management*, ahead-of-p. Available at: <https://doi.org/10.1108/IJLMA-08-2017-0197>.
- Kansil&Aini (2022) "Pengaruh Profitabilitas, Leverage, dan CSR terhadap Return Saham pada Perusahaan Manufaktur di Indonesia."
- Kurniawan, A.R. (2023) "PENGARUH LEVERAGE, PROFITABILITAS, DAN UKURAN PERUSAHAAN TERHADAP RETURN SAHAM" *Jurnal Ilmu dan Riset Akuntansi* e-ISSN: 2460-0585."
- Narayana, I.P.L. and Wirakusuma, M.G. (2021) "Pengungkapan CSR pada Nilai Perusahaan dengan Profitabilitas dan Ukuran Perusahaan sebagai Variabel Moderasi," *E-Jurnal Akuntansi*, 31(4). Available at: <https://doi.org/10.24843/eja.2021.v31.i04.p06>.
- Naseem, M.A. et al. (2019) "Moderating role of financial ratios in corporate social responsibility disclosure and firm value," pp. 1–19.
- Nordiansyah, M.N. et al. (2025) "Examining the Relationship between ESG Disclosure, Financial Performance, and Company Value," *Amkop Management*

Al-Kharaj: Jurnal Ekonomi, Keuangan & Bisnis Syariah

Vol 8 No 3 (2026) 2348 – 2367 P-ISSN 2656-2871 E-ISSN 2656-4351

DOI: 10.47467/alkharaj.v8i3.11601

- Accounting Review (AMAR), 5(1), pp. 105–115. Available at: <https://doi.org/10.37531/amar.v5i1.2453>.
- Nurlaela, S. et al. (2019) “Asset Turnover, Capital Structure and Financial Performance Consumption Industry Company in Indonesia Stock Exchange,” *International Journal of Economics and Financial Issues*, 9(3), pp. 297–301. Available at: <https://doi.org/10.32479/ijefi.8185>.
- Pemerintah Indonesia (2007) *Pemerintahan Indonesia*. Available at: <https://peraturan.bpk.go.id/Details/40039/uu-no-40-tahun-2007>.
- PT Indocement Tunggul Prakarsa (2024) *Annual Report*. Available at: <https://www.indocement.co.id/id>.
- PT Semen Indonesia (Persero) (2024) *Annual Report*. Available at: <https://www.sig.id/laporan-tahunan>.
- Rambe, I.R., Elwisam, E. and Digdowiseiso, K. (2023) “The Influence of ROA, DER, Total Asset Turnover and Sales Growth on Firm Value (Study of Companies in the Consumption Goods Industrial Sector Listed on The IDX for The 2017-2021 Period),” *Jurnal Syntax Admiration*, 4(3), pp. 359–407. Available at: <https://doi.org/10.46799/jsa.v4i3.857>.
- Saminem, S., Sulaiman, S. and Mohamad, M. (2024) “The role of stock price in the linkage within integrated reporting and firm value: A comparative study in Indonesia,” *Journal of International Studies*, 17(4), pp. 219–237. Available at: <https://doi.org/10.14254/2071-8330.2024/17-4/13>.
- Sugiyono, D. (2013) “Metode penelitian pendidikan pendekatan kuantitatif, kualitatif dan R&D.”
- Timah, P. (2024) *Annual Report*. Available at: <https://timah.com/blog/report/annual-report.html>.
- TPIA (2024) *Yahoo finance*. Available at: <https://finance.yahoo.com/quote/TPIA.JK/history/>.
- Yahoo Finance (2024a). Available at: <https://finance.yahoo.com/quote/SMGR.JK/history/?frequency=1mo&period1=1704153600&period2=1735516800>.
- Yahoo Finance (2024b) *Yahoo finance*. Available at: https://finance.yahoo.com/?fr=sycsrp_catchall.
- Yoon, B. and Chung, Y. (2018) “The effects of corporate social responsibility on firm performance: A stakeholder approach,” *Journal of Hospitality and Tourism Management*, 37(December 2018), pp. 89–96. Available at: <https://doi.org/10.1016/j.jhtm.2018.10.005>.