

## BAB I

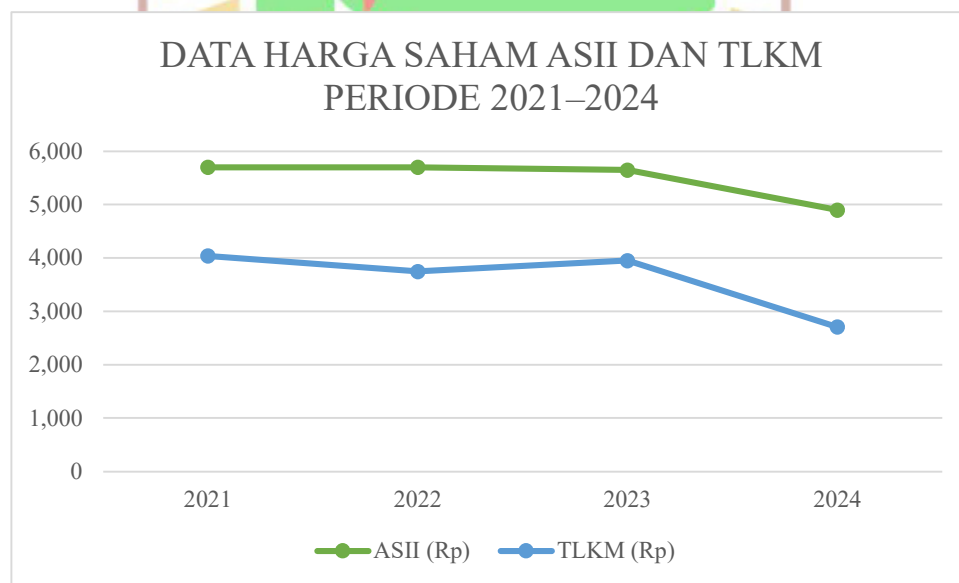
### PENDAHULUAN

#### 1.1 Latar Belakang

Perkembangan pasar modal global dalam beberapa tahun terakhir menunjukkan peningkatan volatilitas dan ketidakpastian yang signifikan, terutama pascapandemi COVID-19, konflik geopolitik, serta perubahan kebijakan moneter global. Kondisi ini ditandai dengan meningkatnya konsentrasi kapitalisasi pasar pada sejumlah perusahaan besar yang mendominasi pergerakan indeks saham dunia, sehingga memunculkan risiko sistemik dan menurunnya efektivitas diversifikasi portofolio (Financial Times, 2024). Fenomena tersebut juga berdampak pada pasar modal negara berkembang, termasuk Indonesia, yang semakin terintegrasi dengan dinamika pasar global. Integrasi ini mengakibatkan perusahaan yang tercatat di Bursa Efek Indonesia (BEI) menjadi lebih sensitif terhadap guncangan eksternal maupun perubahan sentimen investor. Akibatnya, pengelolaan risiko perusahaan tidak lagi dapat bergantung pada pendekatan kualitatif semata, melainkan memerlukan alat ukur risiko yang bersifat kuantitatif dan objektif. Dalam konteks ini, pengukuran risiko pasar perusahaan menjadi aspek krusial dalam menjaga stabilitas kinerja keuangan dan kepercayaan investor. Berdasarkan hal tersebut, pendekatan risiko dalam bentuk *Value at Risk* (VaR) menjadi semakin relevan untuk dianalisis dalam penelitian akademik dan praktik manajemen keuangan (Jorion, 2007).

Dalam konteks nasional, perkembangan pasar modal Indonesia selama periode 2021–2024 menunjukkan dinamika yang signifikan dari sisi kapitalisasi pasar. Berdasarkan data Bursa Efek Indonesia dan Otoritas Jasa Keuangan, total Kapitalisasi Pasar BEI meningkat dari sekitar Rp8.200 triliun pada tahun 2021 menjadi lebih dari Rp12.000 triliun pada akhir 2024 (Kontan, 2025; Otoritas Jasa Keuangan, 2024). Fluktuasi ini mencerminkan bahwa risiko pasar tidak hanya berimplikasi pada investor,

namun juga berhubungan dengan karakteristik perusahaan yang tercatat di Bursa Efek Indonesia (BEI). peningkatan tersebut mencerminkan pemulihan ekonomi domestik pascapandemi, namun di sisi lain juga diiringi dengan volatilitas indeks yang cukup tinggi. IHSG ditutup pada level sekitar 6.581 pada akhir 2021 dan meningkat menjadi sekitar 7.272 pada akhir 2022. Namun sepanjang 2023 hingga 2024, IHSG bergerak fluktuatif pada kisaran 6.800-7.300 akibat tekanan suku bunga global yang tinggi, ketidakpastian geopolitik, serta dinamika arus modal asing di pasar negara berkembang (Bursa Efek Indonesia, 2024). Kondisi ini menunjukkan bahwa meskipun kapitalisasi pasar meningkat, risiko pasar tetap melekat dan tercermin dalam volatilitas indeks. Perubahan nilai pasar perusahaan secara agregat dapat memengaruhi stabilitas keuangan korporasi, khususnya dalam menghadapi volatilitas harga saham. Kondisi tersebut menunjukkan bahwa ukuran perusahaan yang tercermin dari kapitalisasi pasar memiliki peran penting dalam pembentukan risiko perusahaan.



**Gambar 1.1 Harga Saham ASII dan TLKM periode 2021-2024**

Volatilitas tersebut juga tampak jelas ketika membandingkan pergerakan harga saham antar tipe industri yang tergabung dalam Indeks Kompas 100, khususnya antara perusahaan manufaktur dan non-manufaktur. Sebagai ilustrasi, saham perusahaan manufaktur seperti PT Astra International Tbk (ASII) cenderung dipengaruhi oleh

faktor produksi, harga komoditas dan bahan baku, permintaan otomotif domestik, serta sifat industri yang padat aset dengan siklus produksi yang relatif panjang, sehingga fluktuasi harga sahamnya sangat terkait dengan dinamika sektor riil. Sebaliknya, saham perusahaan non-manufaktur seperti PT Telkom Indonesia (Persero) Tbk (TLKM) yang bergerak di sektor jasa telekomunikasi menunjukkan pola volatilitas yang berbeda, lebih banyak dipengaruhi oleh perubahan regulasi, tingkat persaingan bisnis berbasis digital, serta ekspektasi pertumbuhan pendapatan yang tidak bergantung pada aset fisik dalam skala besar (Bursa Efek Indonesia, 2024). Perbedaan karakteristik pergerakan harga saham antara kedua tipe industri tersebut mengindikasikan bahwa struktur aset dan pola operasional perusahaan turut memengaruhi tingkat eksposur terhadap risiko pasar. Fakta ini menunjukkan bahwa bahkan perusahaan dengan kapitalisasi pasar besar dan fundamental yang relatif kuat, baik di sektor manufaktur maupun non-manufaktur, tetap menghadapi risiko pasar yang signifikan, meskipun dengan pola dan pemicu volatilitas yang berbeda. Dengan demikian, ukuran perusahaan tidak sepenuhnya menghilangkan risiko, melainkan tipe industri turut memengaruhi tingkat dan karakter eksposur terhadap volatilitas pasar.

Fluktuasi IHSG serta perbedaan pola volatilitas antara saham manufaktur dan non-manufaktur tersebut mempertegas urgensi penggunaan alat ukur risiko yang kuantitatif dan objektif. Metode Value at Risk (VaR) merupakan salah satu instrumen analisis risiko yang banyak digunakan untuk mengukur potensi kerugian maksimum pada tingkat kepercayaan tertentu dalam periode waktu yang telah ditetapkan (Jorion, 2007). Dalam praktiknya, VaR umumnya dihitung pada tingkat kepercayaan 1% (99%) dan 5% (95%). VaR 1% lebih merepresentasikan skenario risiko ekstrem (tail risk), sedangkan VaR 5% lebih umum digunakan dalam penelitian korporasi karena memberikan estimasi risiko yang lebih stabil secara statistik dan lebih representatif terhadap kondisi pasar normal (Hull, 2018; McNeil et al., 2021).

Penelitian ini menggunakan VaR pada tingkat kepercayaan 5% (95%) dengan pertimbangan metodologis dan relevansi konteks pasar Indonesia periode 2021–2024. Pertama, VaR 5% lebih sesuai untuk perusahaan non-keuangan yang tidak tunduk pada

regulasi permodalan seperti perbankan. Kedua, tingkat 95% memberikan keseimbangan antara sensitivitas risiko dan stabilitas estimasi, sehingga mengurangi distorsi akibat outlier ekstrem yang jarang terjadi (McNeil et al., 2021). Ketiga, penelitian empiris terkini menunjukkan bahwa penggunaan VaR 95% lebih banyak diterapkan dalam kajian risiko perusahaan di pasar berkembang karena lebih mencerminkan eksposur risiko aktual manajerial (Abad et al., 2022). Maka dari itu, penggunaan VaR 5% pada penelitian ini dinilai paling relevan guna mengukur potensi kerugian maksimum perusahaan selama periode observasi. Hal ini menegaskan urgensi penggunaan VaR sebagai alat ukur untuk mengestimasi potensi kerugian maksimum perusahaan dalam kondisi pasar yang tidak menguntungkan (Hull, 2018).

*Value at Risk* (VaR) ialah salah satu metode pengukuran risiko pasar yang kerap digunakan dalam literatur keuangan dan praktik manajemen risiko. VaR digunakan untuk mengestimasi batas maksimum kerugian yang berpotensi dialami oleh suatu aset atau portofolio dalam periode waktu tertentu pada tingkat kepercayaan tertentu (Jorion, 2007). Keunggulan VaR terletak pada kemampuannya menyajikan risiko dalam satuan moneter yang mudah dipahami oleh manajer dan investor. Dalam praktiknya, VaR telah digunakan secara luas oleh lembaga keuangan, regulator, serta perusahaan untuk mengevaluasi eksposur risiko pasar. Meskipun begitu, umumnya penelitian VaR masih berfokus pada institusi keuangan atau portofolio investasi, sementara kajian pada level perusahaan non-keuangan relatif terbatas. Padahal, perusahaan non-keuangan yang terdaftar di BEI juga menghadapi risiko pasar yang signifikan akibat fluktuasi harga saham dan kondisi ekonomi makro. Oleh karena itu, penelitian yang mengkaji determinan VaR pada perusahaan non-keuangan menjadi penting untuk memperkaya literatur manajemen risiko korporasi.

Salah satu faktor fundamental yang diduga memengaruhi tingkat VaR perusahaan adalah Kapitalisasi pasar, khususnya dari aspek *size*. Kapitalisasi pasar mencerminkan ukuran ekonomi perusahaan di pasar modal serta persepsi investor terhadap stabilitas dan prospek perusahaan tersebut. Perusahaan dengan kapitalisasi pasar yang besar umumnya menunjukkan tingkat likuiditas saham yang lebih tinggi,



memiliki akses yang lebih luas terhadap sumber pendanaan, serta kemampuan diversifikasi usaha yang lebih baik dibandingkan perusahaan dengan kapitalisasi pasar yang lebih kecil (Banz, 1981). Karakteristik tersebut dapat memengaruhi tingkat volatilitas harga saham dan pada akhirnya memengaruhi nilai VaR perusahaan. Dalam konteks BEI, dominasi perusahaan berkapitalisasi besar terhadap pergerakan IHSG menunjukkan bahwa ukuran perusahaan memiliki peran strategis dalam pembentukan risiko pasar. Meskipun demikian, hubungan antara kapitalisasi pasar dan Value at Risk (VaR) tidak selalu bersifat linear karena dapat dipengaruhi oleh berbagai faktor lain, seperti struktur keuangan perusahaan serta tingkat efisiensi operasionalnya. Oleh karena itu, pengujian empiris diperlukan untuk memastikan bagaimana pengaruh kapitalisasi pasar terhadap VaR perusahaan di Indonesia. Penelitian ini berfokus pada dimensi ukuran (size) dari kapitalisasi pasar dengan tujuan memperoleh pemahaman yang lebih spesifik mengenai peran ukuran pasar perusahaan dalam memengaruhi tingkat risiko.

Selain kapitalisasi pasar, profitabilitas merupakan variabel fundamental lain yang berpotensi memengaruhi VaR perusahaan. Profitabilitas mencerminkan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba melalui pemanfaatan aset atau modal yang dimiliki, serta menjadi indikator efisiensi dan efektivitas pengelolaan manajerial. Perusahaan dengan tingkat profitabilitas yang tinggi cenderung memiliki arus kas yang lebih stabil serta kapasitas yang lebih besar dalam menyerap guncangan ekonomi (Fama & French, 2015). Kondisi ini dapat menurunkan tingkat risiko pasar yang tercermin dalam VaR. Namun demikian, profitabilitas yang tinggi juga dapat mendorong perusahaan untuk melakukan ekspansi atau pengambilan risiko yang lebih agresif, yang justru berpotensi meningkatkan risiko pasar. Temuan empiris terkait hubungan profitabilitas dan risiko perusahaan masih menunjukkan hasil yang beragam, khususnya di pasar berkembang seperti Indonesia. Oleh karena itu, pengujian pengaruh Profitabilitas terhadap VaR perusahaan BEI menjadi relevan untuk memberikan bukti empiris yang lebih konklusif.

Variabel fundamental lainnya yang jarang dikaji dalam konteks VaR adalah Aktivitas, yang diukur menggunakan *Total Asset Turnover* (TATO). TATO mencerminkan tingkat efisiensi perusahaan dalam memanfaatkan total aset guna menghasilkan penjualan. Perusahaan dengan TATO tinggi menunjukkan aktivitas operasional yang intensif dan kemampuan menghasilkan pendapatan dari aset yang dimiliki (Brigham & Houston, 2019). Di satu sisi, efisiensi ini dapat meningkatkan stabilitas kinerja keuangan dan menurunkan risiko. Namun di sisi lain, tingkat aktivitas yang tinggi juga berpotensi meningkatkan sensitivitas perusahaan terhadap fluktuasi permintaan dan kondisi pasar, yang berpotensi meningkatkan volatilitas pendapatan dan risiko pasar. Dalam konteks perusahaan BEI, perbedaan tingkat TATO antar perusahaan dan sektor menunjukkan adanya heterogenitas karakteristik operasional yang signifikan. Oleh karena itu, memasukkan TATO sebagai determinan VaR diharapkan dapat memberikan perspektif baru mengenai peran efisiensi operasional terhadap risiko pasar perusahaan.

Untuk memastikan validitas hubungan antara variabel independen dan VaR, penelitian ini juga memasukkan *leverage* sebagai variabel kontrol. *leverage* mencerminkan struktur pendanaan perusahaan dan tingkat ketergantungan terhadap utang. Tingkat *leverage* yang tinggi umumnya meningkatkan risiko keuangan dan sensitivitas perusahaan terhadap perubahan kondisi pasar (Myers, 2001). Dengan mengontrol variabel tersebut, penelitian ini bertujuan untuk memisahkan pengaruh murni Kapitalisasi Pasar, Profitabilitas, dan Aktivitas terhadap VaR perusahaan. Pendekatan ini penting untuk menghindari bias estimasi dan meningkatkan keandalan hasil penelitian.

Selain itu, hubungan antara variabel fundamental dan VaR diduga tidak bersifat homogen di seluruh sektor industri. Oleh karena itu, penelitian ini memasukkan tipe industri (manufaktur dan non-manufaktur) sebagai variabel moderasi. Industri manufaktur umumnya bersifat padat aset dan memiliki siklus produksi yang panjang, sehingga lebih rentan terhadap fluktuasi biaya dan permintaan. Sebaliknya, industri non-manufaktur seperti jasa dan teknologi cenderung lebih fleksibel dan kurang

bergantung pada aset fisik. Perbedaan karakteristik ini berpotensi memoderasi pengaruh Kapitalisasi Pasar, Profitabilitas, dan Aktivitas terhadap VaR perusahaan. Dengan mempertimbangkan tipe industri sebagai variabel moderasi, penelitian ini diharapkan mampu menangkap heterogenitas risiko antar sektor secara lebih komprehensif.

Pemilihan Indeks Kompas 100 sebagai objek penelitian didasari oleh beberapa pertimbangan. Indeks Kompas 100 merupakan indeks yang mengukur kinerja harga 100 saham dengan likuiditas yang baik dan kapitalisasi pasar yang besar, sehingga relevan digunakan dalam penelitian yang berkaitan dengan risiko dan perubahan harga saham (Bursa Efek Indonesia, 2024). Selain itu, konstituen Indeks Kompas 100 berasal dari berbagai sektor industri, seperti keuangan, energi, barang konsumsi, infrastruktur, serta transportasi dan logistik, sehingga memberikan keragaman karakteristik perusahaan yang sesuai untuk membedakan perusahaan berdasarkan tipe industri manufaktur dan non-manufaktur (Sukono et al., 2024). Konstituen Indeks Kompas 100 juga dievaluasi secara berkala setiap enam bulan, yaitu pada bulan Februari dan Agustus, dengan mempertimbangkan nilai, volume, dan frekuensi transaksi, jumlah hari perdagangan, kapitalisasi pasar, serta faktor fundamental dan pola perdagangan saham. Karakteristik tersebut menjadikan Kompas 100 relevan sebagai sumber sampel penelitian selama periode 2021–2024 karena memungkinkan penelitian memperoleh variasi karakteristik perusahaan dan kondisi operasional yang lebih luas. Penelitian sebelumnya juga menggunakan Kompas 100 sebagai objek penelitian karena mencakup saham dengan tingkat likuiditas dan kapitalisasi pasar yang relatif tinggi di Bursa Efek Indonesia (Sarosa & Mahadwartha, 2024). Oleh karena itu, Indeks Kompas 100 dinilai sesuai untuk menguji pengaruh Kapitalisasi Pasar, Profitabilitas, dan Aktivitas terhadap Value at Risk (VaR) dengan tipe industri sebagai variabel moderasi.

Berdasarkan uraian tersebut, dapat disimpulkan bahwa meskipun penelitian mengenai VaR telah banyak dilakukan, masih terdapat research gap dalam konteks perusahaan non-keuangan yang tercatat di Indeks Kompas 100, khususnya terkait pengaruh simultan Kapitalisasi Pasar, Profitabilitas, dan Aktivitas terhadap VaR

dengan mempertimbangkan perbedaan tipe industri. Penelitian terdahulu umumnya menelaah variabel tersebut secara parsial atau berfokus pada institusi keuangan. Selain itu, kajian empiris yang menggunakan data perusahaan Indeks Kompas 100 periode 2021–2024 masih terbatas, padahal periode ini mencerminkan fase pemulihan ekonomi dan peningkatan ketidakpastian global. Oleh karena itu, novelty penelitian ini terletak pada penggabungan variabel fundamental pasar dan operasional perusahaan dalam menjelaskan VaR, serta pengujian peran moderasi tipe industri dalam konteks pasar modal Indonesia. Penelitian ini diharapkan dapat memberikan kontribusi baik secara teoretis maupun praktis dalam pengembangan literatur manajemen risiko serta pengambilan keputusan investasi di Indonesia.

Berdasarkan data dan fenomena yang telah penulis paparkan di atas, sehingga mendorong penulis untuk melakukan penelitian mengenai ”Pengaruh Kapitalisasi Pasar, Profitabilitas, dan Aktivitas terhadap *Value at Risk* (VaR) dengan tipe industri sebagai Moderasi”

## 1.2 Rumusan Masalah

Berdasarkan uraian latar belakang di atas, ada beberapa rumusan masalah yang akan dianalisis dalam penelitian ini, yaitu:

1. Apakah Kapitalisasi Pasar berpengaruh terhadap *Value at Risk* (VaR) pada perusahaan non-keuangan yang tercatat di Indeks Kompas 100 periode 2021–2024?
2. Apakah Profitabilitas berpengaruh terhadap *Value at Risk* (VaR) pada perusahaan non-keuangan yang tercatat di Indeks Kompas 100 periode 2021–2024?
3. Apakah Aktivitas berpengaruh terhadap *Value at Risk* (VaR) pada perusahaan non-keuangan yang tercatat di Indeks Kompas 100 periode 2021–2024?
4. Apakah tipe industri (manufaktur dan non-manufaktur) memoderasi pengaruh Kapitalisasi Pasar terhadap VaR perusahaan?



5. Apakah tipe industri (manufaktur dan non-manufaktur) memoderasi pengaruh Profitabilitas terhadap VaR perusahaan?
6. Apakah tipe industri (manufaktur dan non-manufaktur) memoderasi pengaruh Aktivitas terhadap VaR perusahaan?

### 1.3 Tujuan Penelitian

Berdasarkan rumusan masalah yang telah dikemukakan, maka tujuan dari penelitian ini untuk menjawab permasalahan yang akan diidentifikasi sebagai berikut, yaitu:

1. Menganalisis pengaruh Kapitalisasi Pasar terhadap *Value at Risk* (VaR) pada perusahaan non-keuangan yang tercatat di Indeks Kompas 100 periode 2021–2024.
2. Menganalisis pengaruh Profitabilitas terhadap *Value at Risk* (VaR) pada perusahaan non-keuangan yang tercatat di Indeks Kompas 100 periode 2021–2024.
3. Menganalisis pengaruh Aktivitas terhadap *Value at Risk* (VaR) pada perusahaan non-keuangan yang tercatat di Indeks Kompas 100 periode 2021–2024.
4. Menguji peran moderasi tipe industri (manufaktur dan non-manufaktur) terhadap pengaruh Kapitalisasi Pasar terhadap VaR perusahaan.
5. Menguji peran moderasi tipe industri (manufaktur dan non-manufaktur) terhadap pengaruh Profitabilitas terhadap VaR perusahaan.
6. Menguji peran moderasi tipe industri (manufaktur dan non-manufaktur) terhadap pengaruh Aktivitas terhadap VaR perusahaan.

## 1.4 Manfaat Penelitian

Dengan adanya penelitian yang dilakukan diharapkan dapat memberikan manfaat sebagai berikut:

### 1. Manfaat Akademis

Diharapkan penelitian ini dapat menyumbang pada kemajuan diskusi ilmiah di bidang manajemen keuangan, secara khusus analisis risiko pasar perusahaan dengan model Value at Risk (VaR). Kajian ini menguji pengaruh faktor fundamental seperti Kapitalisasi Pasar, Profitabilitas, dan Aktivitas (proksied oleh Total Asset Turnover) terhadap VaR di perusahaan non-keuangan Indeks Kompas 100, guna memperkaya pemahaman risiko pasar. Tipe industri (manufaktur dan non-manufaktur) dijadikan variabel moderasi untuk mengungkap dinamika hubungan tersebut secara lebih mendalam. Secara keseluruhan, hasilnya diharapkan melengkapi literatur empiris existing, memperkaya wacana manajemen risiko di pasar modal Indonesia, dan menjadi dasar bagi studi lanjutan entah dengan variabel tambahan, pendekatan analisis baru, atau aplikasi pada skala yang lebih besar.

### 2. Manfaat Praktis

Penelitian ini diharapkan dapat memberikan informasi yang bermanfaat bagi manajemen perusahaan dalam memahami berbagai faktor yang memengaruhi tingkat risiko pasar perusahaan. Informasi tersebut diharapkan dapat dimanfaatkan sebagai dasar dalam pengambilan keputusan keuangan serta dalam perumusan strategi pengelolaan risiko yang lebih efektif dan terarah. Bagi investor maupun calon investor, hasil penelitian ini diharapkan dapat menjadi salah satu referensi dalam mempertimbangkan risiko investasi pada perusahaan non-keuangan, khususnya dengan memperhatikan kondisi fundamental perusahaan serta perbedaan karakteristik antar tipe industri. Selain itu, penelitian ini juga diharapkan dapat memberikan masukan bagi regulator pasar modal dalam memahami dinamika risiko yang dihadapi oleh perusahaan non-keuangan. Dengan demikian, temuan

penelitian ini diharapkan dapat mendukung upaya dalam menjaga stabilitas pasar modal sekaligus meningkatkan perlindungan terhadap investor.

### **1.5 Ruang Lingkup Penelitian**

Penelitian ini memiliki ruang lingkup yang berfokus untuk melihat bagaimana pengaruh Kapitalisasi Pasar, Profitabilitas, dan Aktivitas terhadap *Value at Risk* (VaR) dengan tipe industri sebagai Moderasi.

### **1.6 Sistematika Pembahasan**

Secara keseluruhan penelitian ini terdiri lima bab dengan sistematika penulisan sebagai berikut :

#### **BAB I            PENDAHULUAN**

Pada bab ini dibahas mengenai latar belakang masalah, rumusan masalah, tujuan dan manfaat penelitian, ruang lingkup penelitian, hingga sistematika penulisan.

#### **BAB II          TINJAUAN LITERATUR**

Bab ini membahas landasan teori, kajian teoritis, kerangka penelitian, serta hipotesis yang menjadi dasar dalam penelitian ini.

#### **BAB III        METODOLOGI**

Dalam bab ini menjelaskan desain penelitian, karakteristik populasi dan sampel, teknik pengambilan sampel, jenis dan sumber data, metode pengumpulan data, operasionalisasi variabel, serta teknik analisis data.

#### **BAB IV        ANALISIS DATA DAN PEMBAHASAN**

Bab ini menyajikan hasil analisis dan temuan penelitian yang dibandingkan dengan landasan teori.

#### **BAB V         PENUTUP**

Bab ini berisi kesimpulan penelitian, saran yang diajukan, keterbatasan, implikasi yang dihasilkan, serta rekomendasi bagi penelitian berikutnya.