

BAB IV

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

4.1 Gambaran Umum Objek Penelitian

Objek dalam penelitian ini adalah perusahaan-perusahaan sektor non-keuangan yang tercatat pada Indeks Kompas 100 di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama periode 2021 hingga 2024. Indeks Kompas 100 merupakan kumpulan 100 saham dengan likuiditas tinggi, kapitalisasi pasar besar, dan fundamental yang solid, sehingga indeks ini dinilai cukup representatif untuk menggambarkan kondisi pasar modal Indonesia secara umum. Mengacu pada kriteria *purposive sampling* yang telah ditetapkan dalam Bab III, diperoleh sebanyak 84 perusahaan non-keuangan yang memenuhi syarat sebagai sampel penelitian. Perusahaan sektor keuangan (perbankan, asuransi, dan lembaga keuangan lainnya) dikeluarkan dari sampel karena memiliki struktur laporan keuangan yang berbeda secara fundamental dengan sektor lainnya, sehingga tidak dapat dibandingkan secara langsung. Dengan rentang periode pengamatan empat tahun (2021–2024), total observasi yang digunakan dalam penelitian ini adalah 336 observasi (84 perusahaan $\times$ 4 tahun). Berdasarkan klasifikasi tipe industri, sampel penelitian terdiri atas 29 perusahaan manufaktur (34,52%) dan 55 perusahaan non-manufaktur (65,48%). Komposisi sampel secara lengkap disajikan pada Tabel 4.1 berikut.

Tabel 4. 1 Komposisi Sampel Penelitian

Keterangan	Jumlah	Persentase (%)
Total perusahaan non-keuangan Indeks Kompas 100 (2021–2024)	84	100%
Perusahaan sektor manufaktur	29	34,52%
Perusahaan sektor non-manufaktur	55	65,48%
Total observasi (84 perusahaan $\times$ 4 tahun)	336	-

Sumber: Output Stata MP 17.0, diolah (2026)

Berdasarkan Tabel 4.1 di atas, dapat diketahui bahwa sampel penelitian didominasi oleh Perusahaan non-manufaktur dengan proporsi sebesar 65,48%. Hal ini mencerminkan komposisi perusahaan besar yang aktif diperdagangkan di pasar modal Indonesia, di mana sektor non-manufaktur memiliki representasi yang lebih besar dalam Indeks Kompas 100.

4.2 Statistik Deskriptif

Statistik deskriptif digunakan untuk menggambarkan secara umum karakteristik sebaran data pada setiap variabel penelitian, meliputi jumlah observasi, nilai rata-rata (*mean*), standar deviasi, serta nilai minimum dan maksimum. Hasil statistik deskriptif untuk seluruh variabel penelitian disajikan pada Tabel 4.2 berikut.

Tabel 4. 2 Statistik Deskriptif Variabel Penelitian

Variabel	N	Mean	Std. Dev.	Min	Max
VaR 5%	336	0,0371709	0,0131516	0	0,0911119
<i>Log MC</i>	336	29,97619	1,73619	21	34
<i>ROA</i>	336	0,0601237	0,083833	-0,3786758	0,4728543
<i>TATO</i>	336	0,8266119	1,220222	0,0380132	15,6969739
<i>DER</i>	336	1,985286	10,74874	-34,78841	190,3071
<i>IND</i>	336	0,3452381	0,4761549	0	1

Sumber: Output Stata MP 17.0, diolah (2026)

Berdasarkan Tabel 4.2, bahwa *Value at Risk* (VaR) memiliki rata-rata 0,0371709 dengan standar deviasi 0,0131516. Nilai VaR terendah, yaitu 0, terjadi pada MAIN (2021), WSBP (2022), dan WSKT (2024), sementara nilai tertinggi, 0,0911119, dicatatkan oleh WSBP pada 2024. Rata-rata VaR sebesar 0,0371709 mengindikasikan bahwa perusahaan sampel, secara umum, berpotensi mengalami kerugian maksimum sekitar 3,72% dari nilai investasinya sepanjang periode pengamatan pada kondisi pasar normal dan tingkat kepercayaan 95%. Dengan kata

lain, pada tingkat kepercayaan tersebut, kerugian yang mungkin timbul diperkirakan tidak akan melampaui 3,72% dalam satu periode pengukuran, mengacu pada pola historis return saham.

Variabel kapitalisasi pasar (LOG MC) menunjukkan nilai rata-rata sebesar 29,97619 dengan standar deviasi 1,73619, yang mencerminkan adanya variasi ukuran perusahaan yang cukup beragam di antara sampel. Variabel ROA memiliki nilai rata-rata sebesar 0,0601237, menandakan bahwa secara rata-rata perusahaan sampel mampu menghasilkan laba sebesar 6,01% dari total aset yang dimiliki. Nilai standar deviasi ROA sebesar 0,083833 menunjukkan tingginya variasi profitabilitas antarperusahaan, yang mengindikasikan perbedaan kemampuan perusahaan dalam mengoptimalkan aset untuk menghasilkan laba.

Variabel TATO memiliki rata-rata sebesar 0,8266119 kali, yang menunjukkan bahwa setiap satu rupiah aset yang dimiliki perusahaan mampu menghasilkan penjualan sebesar sekitar 0,83rupiah selama satu periode. Sementara itu, variabel kontrol DER menunjukkan nilai rata-rata sebesar 1,985286, yang mencerminkan tingkat leverage yang relatif tinggi pada perusahaan sampel. Hal ini menunjukkan bahwa secara rata-rata perusahaan menggunakan utang sekitar 1,99 kali dari total ekuitas dalam membiayai aktivitas operasional dan investasinya. Sementara itu, rata-rata variabel tipe industri sebesar 0,3452381 menggambarkan proporsi perusahaan manufaktur di dalam sampel.

4.3 Perhitungan Value at Risk (VaR)

Nilai *Value at Risk* (VaR) dalam penelitian ini dihitung menggunakan metode *historical simulation* pada tingkat signifikansi 5% (confidence level 95%). Perhitungan dilakukan per perusahaan per tahun dengan menggunakan data harga saham harian selama periode 2021–2024. Tahap pertama adalah menghitung *log return* harian masing-masing saham menggunakan rumus $R_{it} = \ln(P_{it}/P_{it-1})$, kemudian mengurutkan

seluruh return dari yang terkecil hingga terbesar, dan mengambil nilai persentil ke-5 sebagai estimasi VaR.

Nilai VaR yang diperoleh mencerminkan potensi kerugian maksimum yang mungkin terjadi dalam satu hari perdagangan dengan probabilitas 5%. Semakin besar nilai VaR, semakin tinggi risiko pasar yang dihadapi perusahaan. Ringkasan hasil perhitungan VaR per tahun disajikan pada Tabel 4.3 berikut.

Tabel 4. 3 Ringkasan Nilai VaR 5% per Tahun

Tahun	VaR Min	VaR Max	VaR Mean	Std. Dev.
2021	0	0,0704161	0,0401376	0,0120479
2022	0	0,069762	0,0367742	0,0129642
2023	0,0118345	0,0634218	0,0349585	0,0115848
2024	0	0,0911119	0,0368134	0,0153796
Keseluruhan	0	0,0911119	0,0371709	0,0131516

Sumber: Output Stata MP 17.0, diolah (2026)

Berdasarkan Tabel 4.3, rata-rata Value at Risk (VaR) 5% selama periode pengamatan menunjukkan tren yang berfluktuasi dengan kecenderungan menurun. Nilai rata-rata VaR tertinggi terjadi pada tahun 2021, yaitu sebesar 0,0401376, yang mengindikasikan tingkat risiko pasar yang lebih tinggi dibandingkan tahun-tahun berikutnya. Kondisi tersebut kemungkinan dipengaruhi oleh tingginya volatilitas pasar pada periode pemulihan pasca pandemi COVID-19, ketika aktivitas ekonomi, sentimen investor, dan kondisi pasar modal masih mengalami penyesuaian terhadap berbagai ketidakpastian ekonomi.

Sebaliknya, nilai rata-rata VaR terendah tercatat pada tahun 2023, yaitu sebesar 0,0349585, yang menunjukkan bahwa secara rata-rata potensi kerugian maksimum perusahaan lebih rendah dibandingkan periode lainnya. Kondisi ini mencerminkan

pasar yang relatif lebih stabil seiring membaiknya aktivitas ekonomi dan meningkatnya kepercayaan investor setelah proses pemulihan ekonomi berlangsung.

Meskipun demikian, pada tahun 2024 rata-rata VaR kembali meningkat menjadi 0,0368134, meskipun masih berada di bawah tingkat risiko pada tahun 2021. Peningkatan tersebut mengindikasikan adanya kembali tekanan risiko pasar yang kemungkinan dipengaruhi oleh dinamika ekonomi global, ketidakpastian geopolitik, fluktuasi harga komoditas, maupun perubahan kebijakan moneter yang memengaruhi pergerakan pasar modal.

Variasi nilai VaR yang cukup besar antarperusahaan, yang ditunjukkan oleh rentang nilai minimum dan maksimum pada setiap tahun pengamatan, mengindikasikan adanya heterogenitas risiko pasar yang signifikan di antara perusahaan-perusahaan yang tergabung dalam Indeks Kompas 100. Temuan ini menunjukkan bahwa setiap perusahaan memiliki tingkat eksposur risiko yang berbeda-beda sesuai dengan karakteristik fundamental dan operasionalnya. Oleh karena itu, penggunaan variabel fundamental seperti kapitalisasi pasar, profitabilitas, dan aktivitas, serta tipe industri sebagai variabel moderasi, menjadi relevan untuk menjelaskan perbedaan tingkat risiko pasar antarperusahaan dalam penelitian ini.

4.4 Pemilihan Model Regresi Data Panel

Sebelum masuk ke tahap interpretasi regresi, terlebih dahulu dilakukan serangkaian pengujian untuk menentukan model estimasi yang paling sesuai bagi penelitian ini. Ada tiga model yang dibandingkan, yakni *Common Effect Model* (CEM), *Fixed Effect Model* (FEM), dan *Random Effect Model* (REM), yang penentuannya dilakukan melalui Uji Chow, Uji Hausman, dan bila diperlukan, Uji Lagrange Multiplier (LM).

4.4.1 Uji Chow

Uji Chow digunakan untuk menentukan model yang lebih tepat antara CEM dan FEM. Hipotesis nol (H_0) menyatakan CEM lebih sesuai, sedangkan hipotesis alternatif (H_1) menyatakan FEM lebih sesuai. H_0 ditolak jika probabilitas F -test berada di bawah $\alpha = 0,05$. Hasil Uji Chow disajikan pada Tabel 4.4 berikut.

Tabel 4. 4 Hasil Uji Chow

Keterangan	Nilai	Probabilitas
F-statistik (F test that all $u_i=0$)	3,07	0,0000
Keputusan	FEM	

Sumber: Output Stata MP 17.0, diolah (2025)

Nilai F sebesar 3,07 dengan Prob > F sebesar 0,0000 diperoleh dari pengujian ini. Karena probabilitas tersebut berada di bawah taraf signifikansi 5%, H_0 ditolak dan H_1 diterima, yang berarti terdapat efek individual yang cukup berarti pada masing-masing perusahaan sehingga FEM lebih layak digunakan dibandingkan CEM. Analisis kemudian dilanjutkan dengan membandingkan FEM terhadap REM melalui Uji Hausman guna menentukan model panel yang paling tepat.

4.4.2 Uji Hausman

Uji Hausman digunakan untuk memilih antara FEM dan REM. Hipotesis nolnya menyatakan REM lebih tepat (tidak ada korelasi antara efek individu dan variabel independen), sedangkan hipotesis alternatifnya menyatakan FEM lebih tepat. H_0 ditolak bila probabilitas chi-kuadrat berada di bawah $\alpha = 0,05$. Hasil Uji Hausman disajikan pada Tabel 4.5 berikut.

Tabel 4. 5 Hasil Uji Hausman

Keterangan	Chi ²	Prob > chi ²
Hausman Test Statistic	5,62	0,2297

Keputusan	REM	
------------------	------------	--

Sumber: Output Stata MP 17.0, diolah (2026)

Berdasarkan Tabel 4.5, Uji Hausman menghasilkan nilai chi-kuadrat 5,62 dengan probabilitas 0,2297, yang berada di atas $\alpha = 0,05$, sehingga H_0 diterima. Dengan demikian, REM dipilih sebagai model estimasi untuk analisis regresi penelitian ini karena dipandang lebih efisien dan lebih sesuai dengan karakteristik data panel yang digunakan.

4.4.3 Uji Lagrange Multiplier

Uji Lagrange Multiplier (LM) Breusch-Pagan dilakukan untuk membandingkan CEM dengan REM sebagai langkah konfirmasi tambahan dalam pemilihan model, mengingat Uji Chow sebelumnya mengarah pada FEM sementara Uji Hausman mengarah pada REM. Hipotesis nol (H_0) menyatakan varians efek individu sama dengan nol sehingga CEM lebih tepat, sedangkan hipotesis alternatif (H_1) menyatakan terdapat efek acak yang signifikan sehingga REM lebih tepat. H_0 ditolak jika probabilitas χ^2 berada di bawah $\alpha = 0,05$. Hasil Uji LM Breusch-Pagan disajikan pada Tabel 4.6.

Tabel 4. 6 Hasil Uji Lagrange Multiplier

Keterangan	χ^2	Prob > χ^2
Breusch-Pagan LM Test	54,32	0,0000
Keputusan	REM	

Sumber: Output Stata MP 17.0, diolah (2026)

Berdasarkan Tabel 4.6, hasil Uji Lagrange Multiplier (LM) Breusch-Pagan nilai χ^2 sebesar 54,32 dengan probabilitas 0,0000 diperoleh dari uji ini, yang berada di bawah $\alpha = 0,05$ sehingga H_0 ditolak. Simpulannya, REM lebih layak dipakai dibandingkan CEM. Hasil ini memperkuat keputusan sebelumnya dari Uji Hausman,

sehingga REM ditetapkan sebagai model akhir untuk analisis regresi data panel dalam penelitian ini.

4.5 Uji Asumsi Klasik

Sebelum hasil regresi diinterpretasikan, dilakukan terlebih dahulu uji asumsi klasik untuk memastikan model regresi memenuhi kriteria *Best Linear Unbiased Estimator* (BLUE), mencakup uji normalitas, multikolinearitas, heteroskedastisitas, dan autokorelasi.

4.5.1 Uji Normalitas

Uji normalitas dimaksudkan untuk mengetahui apakah residual model regresi mengikuti distribusi normal, menggunakan uji Skewness and Kurtosis (perintah *sktest* pada Stata MP 17.0). Residual dianggap berdistribusi normal apabila probabilitasnya melebihi $\alpha = 0,05$. Hasil uji normalitas disajikan pada Tabel 4.7 berikut.

Tabel 4.7 Hasil Uji Normalitas

Uji	Statistik	Prob > chi ²
Skewness and Kurtosis Test (sktest)	38,44	0,0000
Kesimpulan	Tidak Normal	

Sumber: Output Stata MP 17.0, diolah (2026)

Berdasarkan Tabel 4.7, diperoleh nilai Adjusted Chi-Square sebesar 38,44 dengan Prob > chi² sebesar 0,0000, yang berada di bawah taraf signifikansi 5%, sehingga residual model dinyatakan tidak berdistribusi normal. Namun demikian, hal ini tidak menjadi kendala yang berarti mengingat jumlah observasi penelitian mencapai 336. Merujuk pada Central Limit Theorem (CLT), pada sampel berukuran besar distribusi estimator akan mendekati normal. Di samping itu, model regresi diestimasi dengan *cluster-robust standard errors*, sehingga hasil estimasi tetap konsisten dan dapat diandalkan meskipun asumsi normalitas residual tidak sepenuhnya terpenuhi.

4.5.2 Uji Multikolinearitas

Uji multikolinearitas dimaksudkan untuk mendeteksi ada tidaknya korelasi tinggi antarvariabel independen, dilihat dari nilai *Variance Inflation Factor* (VIF). Model dinyatakan bebas dari multikolinearitas jika seluruh nilai VIF berada di bawah 10 dan nilai *tolerance* di atas 0,10. Hasil uji VIF disajikan pada Tabel 4.8 berikut.

Tabel 4. 8 Hasil Uji Multikolinearitas (VIF)

Variabel	VIF	1/VIF (Tolerance)
LOG MC	1,14	0,876978
ROA	1,13	0,885540
TATO	1,11	0,902638
DER	1,09	0,913295
Mean VIF	1,12	-

Sumber: Output Stata MP 17.0, diolah (2026)

Berdasarkan Tabel 4.8, seluruh variabel independen memperlihatkan nilai VIF di bawah 10 dengan nilai tolerance di atas 0,10, dan rata-rata VIF sebesar 1,12 menandakan tidak ada indikasi multikolinearitas yang serius antarvariabel independen dalam model. Dengan kata lain, kapitalisasi pasar (LOG MC), profitabilitas (ROA), aktivitas perusahaan (TATO), dan leverage (DER) tidak saling berkorelasi tinggi sehingga layak digunakan bersama dalam analisis regresi.

4.5.3 Uji Heteroskedastisitas

Uji heteroskedastisitas dimaksudkan untuk mengetahui ada tidaknya perbedaan varians residual dalam model regresi, menggunakan Uji Glejser—meregresikan nilai absolut residual terhadap seluruh variabel independen. Model dinyatakan bebas dari heteroskedastisitas apabila setiap variabel independen memiliki probabilitas di atas $\alpha = 0,05$. Hasil pengujian disajikan pada Tabel 4.9.

Tabel 4. 9 Hasil Uji Heteroskedastisitas

Variabel	Probabilitas
<i>LOG MC</i>	0,249
<i>ROA</i>	0,086
<i>TATO</i>	0,242
<i>DER</i>	0,618
Kesimpulan	0,017

Sumber: Output Stata MP 17.0, diolah (2026)

Berdasarkan Tabel 4.9, hasil Uji Glejser menunjukkan bahwa seluruh variabel independen memiliki probabilitas di atas taraf signifikansi 0,05: LOG MC (0,249), ROA (0,086), TATO (0,242), dan DER (0,618). Karena seluruh nilai tersebut melampaui ambang 0,05, tidak ada satu pun variabel independen yang berpengaruh signifikan terhadap nilai absolut residual, yang berarti perubahan pada variabel independen tidak memicu perubahan varians residual, sehingga varians residual relatif konstan di seluruh observasi.

Dari hasil tersebut dapat disimpulkan model regresi terbebas dari gejala heteroskedastisitas dan asumsi homoskedastisitas terpenuhi. Ini menandakan sebaran residual tidak membentuk pola tertentu dan variansnya relatif stabil pada tiap unit observasi, sehingga estimasi koefisien regresi menjadi lebih efisien dan standar error yang dihasilkan dapat dijadikan dasar pengujian statistik koefisien regresi secara lebih andal. Oleh sebab itu, hasil uji hipotesis dalam penelitian ini dapat dimaknai dengan tingkat kepercayaan yang memadai.

Kendati demikian, mengingat model akhir yang dipakai adalah REM pada data panel, estimasi regresi tetap dilakukan dengan *cluster-robust standard errors* melalui perintah *vce(cluster id)* pada Stata MP 17.0. Langkah ini ditempuh agar standar error yang dihasilkan lebih tahan terhadap kemungkinan heteroskedastisitas maupun

korelasi residual di dalam masing-masing perusahaan sepanjang periode pengamatan. Artinya, sekalipun Uji Glejser menunjukkan model telah memenuhi syarat homoskedastisitas, penerapan *cluster-robust standard errors* tetap dipertahankan sebagai langkah pencegahan demi meningkatkan keandalan dan validitas inferensi statistik. Pendekatan semacam ini lazim digunakan dalam analisis data panel karena dapat menghasilkan estimasi standar error yang lebih konsisten sekiranya ada pelanggaran asumsi klasik yang belum sepenuhnya terdeteksi pada pengujian awal. Dengan begitu, nilai statistik uji, p-value, dan interval kepercayaan yang dihasilkan model regresi dapat dimaknai secara lebih akurat dan dapat dipertanggungjawabkan secara ilmiah.

4.5.4 Uji Autokorelasi

Uji autokorelasi dimaksudkan untuk mendeteksi ada tidaknya korelasi residual antarperiode pengamatan pada unit observasi yang sama. Adanya autokorelasi dapat membuat estimasi standar error menjadi kurang efisien sehingga memengaruhi validitas uji statistik terhadap koefisien regresi. Pengujian dilakukan dengan Wooldridge Test melalui perintah *xtserial* pada Stata MP 17.0, yang dipilih karena lazim digunakan untuk mendeteksi autokorelasi pada data panel, baik untuk FEM maupun REM. Hipotesis nol (H_0) menyatakan tidak ada autokorelasi orde pertama, sedangkan hipotesis alternatif (H_1) menyatakan sebaliknya. Model dinyatakan bebas dari autokorelasi bila $\text{Prob} > F$ melebihi $\alpha = 0,05$. Hasil pengujian disajikan pada Tabel 4.10.

Tabel 4. 10 Hasil Uji Autokorelasi

Uji	F-statistik	Prob > F
Wooldridge Test (xtserial)	1,812	0,1819
Kesimpulan	Tidak ada autokorelasi	

Sumber: Output Stata MP 17.0, diolah (2026)

Berdasarkan Tabel 4.10, hasil Wooldridge Test menghasilkan F-statistik 1,812 dengan Prob > F sebesar 0,1819, yang berada di atas $\alpha = 0,05$, sehingga H_0 diterima. Ini berarti model regresi data panel penelitian ini tidak menunjukkan gejala autokorelasi, atau dengan kata lain, residual pada suatu periode pengamatan tidak berkorelasi secara sistematis dengan residual pada periode sebelumnya dalam perusahaan yang sama.

Tidak ditemukannya autokorelasi berarti salah satu asumsi penting dalam regresi data panel telah terpenuhi, yang menandakan error term antarperiode bersifat independen sehingga tidak memunculkan bias pada estimasi standar error maupun uji signifikansi koefisien regresi. Karena itu, hasil estimasi model dapat dimaknai dengan tingkat keandalan yang memadai.

Sekalipun Wooldridge Test menunjukkan model tidak mengalami gejala autokorelasi, estimasi regresi penelitian ini tetap menggunakan *cluster-robust standard errors* melalui perintah *vce(cluster id)* pada REM. Langkah ini ditempuh agar standar error yang dihasilkan lebih tahan terhadap kemungkinan pelanggaran asumsi klasik lain, termasuk heteroskedastisitas maupun korelasi residual di dalam masing-masing perusahaan, sehingga hasil uji hipotesis menjadi lebih konsisten, andal, dan dapat dipertanggungjawabkan secara ilmiah.

4.6 Hasil Analisis Regresi Data Panel

Mengacu pada hasil pemilihan model di Sub Bab 4.4, REM ditetapkan sebagai model estimasi yang paling sesuai untuk penelitian ini. Seluruh uji asumsi klasik pada Sub Bab 4.5 menunjukkan bahwa model telah memenuhi persyaratan estimasi yang diperlukan, dan potensi pelanggaran asumsi heteroskedastisitas serta autokorelasi telah diantisipasi melalui penerapan *cluster-robust standard errors* dengan opsi *vce(cluster id_perusahaan)*. Dengan demikian, inferensi statistik yang dihasilkan tetap valid dan dapat dipertanggungjawabkan secara metodologis. Hasil analisis regresi data panel disajikan pada Tabel 4.11 berikut.

Tabel 4. 11 Hasil Analisis Regresi Data Panel (REM)

Variabel	Koefisien	Std. Error	z-statistik	p-value
<i>Konstanta</i> ***	0,0689634	0,0153908	4,48	0,000
<i>LOG MC</i> **	-0,0010301	0,0005129	-2,01	0,045
<i>ROA</i>	-0,0261191	0,0191922	-1,36	0,174
<i>TATO</i> *	0,0007245	0,0003889	1,86	0,063
<i>DER</i>	0,0000285	0,000024	1,19	0,236
R² (within)	0,0094	-	-	-
Adj. R²	0,0752	-	-	-
N Observasi	336	-	-	-

Sumber: Output Stata MP 17.0, diolah (2026)

Keterangan: * $p < 0,10$; ** $p < 0,05$; *** $p < 0,01$ (Gujarati & Porter, 2009)

Berdasarkan Tabel 4.11, persamaan regresi data panel yang diperoleh adalah sebagai berikut:

$$VaR = 0,0689634 - 0,0010301 \text{ LOG MC} - 0,0261191 \text{ ROA} + 0,0007245 \text{ TATO} + 0,0000285 \text{ DER} + \varepsilon$$

Nilai konstanta sebesar 0,0690 berarti bahwa jika seluruh variabel independen dan kontrol bernilai nol, VaR diperkirakan sebesar 0,0690. Variabel LOG MC memiliki koefisien sebesar -0,0010 dengan p-value sebesar 0,045, yang berarti setiap kenaikan satu satuan logaritma kapitalisasi pasar akan menurunkan VaR sebesar 0,0010 poin, dengan asumsi variabel lainnya konstan. Variabel ROA memiliki koefisien sebesar -0,0261 ($p = 0,174$), dan variabel TATO memiliki koefisien sebesar 0,0007 ($p = 0,063$). Variabel kontrol DER menunjukkan koefisien sebesar 0,0000285 dengan p-value sebesar 0,236, tidak signifikan.

Nilai R^2 (within) sebesar 0,0094 menunjukkan bahwa model mampu menjelaskan 0,94% variasi VaR di dalam perusahaan sepanjang waktu. Nilai ini tergolong rendah, yang mengindikasikan bahwa risiko pasar yang tercermin dalam VaR juga dipengaruhi oleh faktor-faktor eksternal seperti kondisi makroekonomi, sentimen investor, dan dinamika global yang tidak dimasukkan dalam model penelitian ini. Meskipun demikian, model secara keseluruhan tetap signifikan secara statistik berdasarkan nilai Wald $\chi^2(4) = 14,22$ dengan $\text{Prob} > \chi^2 = 0,0066$, yang menunjukkan bahwa variabel independen secara bersama-sama berpengaruh signifikan terhadap VaR.

4.7 Hasil Uji Hipotesis

Pengujian hipotesis dilakukan mengacu pada hasil analisis regresi data panel menggunakan REM yang telah dipilih melalui rangkaian uji model sebelumnya. Hasil estimasi regresi disajikan pada Tabel 4.12.

Tabel 4. 12 Hasil Analisis Regresi Data Panel

Variabel	Koefisien	Std. Error	z-statistik	p-value
<i>Konstanta</i> ***	0,0585284	0,0207595	2,82	0,005
<i>LOG MC</i> **	-0,0010301	0,0005129	-2,01	0,045
<i>ROA</i>	-0,0261191	0,0191922	-1,36	0,174
<i>TATO</i> *	0,0007245	0,0003889	1,86	0,063
<i>IND</i>	-0,0011151	0,0348134	-0,03	0,997
<i>inter1 (LOG MC×IND)</i>	-4,93e-06	0,0011528	-0,00	0,997
<i>inter2 (ROA×IND)</i> **	-0,0754020	0,0351982	-2,14	0,032
<i>inter3 (TATO×IND)</i>	0,0009932	0,0007184	1,38	0,167
<i>DER</i> *	0,0000497	0,0000275	1,80	0,071
R^2 (within)	0,1027	-	-	-
Adj. R^2	0,1010	-	-	-

N (observasi)	336	-	-	-
----------------------	-----	---	---	---

Sumber: Output Stata MP 17.0, diolah (2026)

Keterangan: * signifikan pada $\alpha = 10\%$; ** signifikan pada $\alpha = 5\%$; *** signifikan pada $\alpha = 1\%$

4.7.1 Pengujian Hipotesis Pertama (H1)

Hipotesis pertama (H1) menyatakan bahwa kapitalisasi pasar berpengaruh negatif dan signifikan terhadap Value at Risk (VaR). Berdasarkan Tabel 4.12, LOG MC memiliki koefisien -0,0010301 dengan p-value 0,045, yang berada di bawah $\alpha = 0,05$, sehingga kapitalisasi pasar terbukti berpengaruh negatif dan signifikan terhadap VaR. H1 dengan demikian diterima. Hasil tersebut mengindikasikan bahwa semakin besar kapitalisasi pasar perusahaan, semakin rendah tingkat risiko pasar yang diukur menggunakan Value at Risk (VaR). Temuan ini menunjukkan bahwa ukuran perusahaan merupakan salah satu faktor yang berkontribusi dalam menjelaskan risiko pasar perusahaan (Gujarati & Porter, 2009).

Perusahaan berkapitalisasi besar umumnya memiliki nilai perusahaan yang lebih tinggi, likuiditas saham lebih baik, dan akses pendanaan lebih luas dibandingkan perusahaan berkapitalisasi kecil. Kondisi tersebut memberi ruang fleksibilitas keuangan yang lebih baik ketika menghadapi ketidakpastian ekonomi maupun tekanan pasar. Selain itu, perusahaan besar cenderung memiliki diversifikasi usaha yang lebih luas, tata kelola yang lebih baik, dan transparansi informasi yang lebih tinggi, sehingga mampu meredam volatilitas harga sahamnya. Penelitian Amalia & Sunarso, (2022) menunjukkan bahwa perusahaan dengan kapitalisasi pasar yang lebih besar memiliki volatilitas harga saham yang lebih rendah dibandingkan perusahaan berkapitalisasi kecil.

Hasil penelitian ini sejalan dengan Modern Portfolio Theory yang dikemukakan oleh Markowitz (1952). Teori tersebut menjelaskan bahwa diversifikasi aset mampu

menurunkan risiko portofolio tanpa mengurangi tingkat pengembalian yang diharapkan. Perusahaan dengan kapitalisasi pasar yang besar umumnya memiliki diversifikasi produk, pasar, maupun sumber pendanaan yang lebih baik sehingga lebih mampu mempertahankan stabilitas kinerja ketika menghadapi perubahan kondisi ekonomi. Kondisi tersebut menyebabkan distribusi return saham menjadi lebih stabil sehingga nilai Value at Risk (VaR) cenderung lebih rendah. Hasil penelitian Yoda et al., (2024) juga menunjukkan bahwa perusahaan dengan fundamental dan nilai pasar yang lebih kuat memperoleh respons investor yang lebih positif sehingga risiko investasinya relatif lebih rendah.

Dari perspektif Signaling Theory, kapitalisasi pasar yang besar merupakan sinyal positif mengenai kualitas perusahaan. Investor cenderung memandang perusahaan dengan nilai pasar yang tinggi sebagai perusahaan yang memiliki prospek pertumbuhan, kemampuan menghasilkan arus kas, dan tata kelola perusahaan yang lebih baik. Persepsi tersebut meningkatkan kepercayaan investor sehingga mengurangi reaksi pasar yang berlebihan terhadap informasi negatif. Akibatnya, volatilitas return saham dapat ditekan dan potensi kerugian maksimum yang diukur menggunakan Value at Risk menjadi lebih rendah. Temuan ini didukung oleh Souffargi & Boubaker, (2025) yang menyatakan bahwa karakteristik perusahaan yang mampu mengurangi volatilitas return akan menghasilkan estimasi Value at Risk yang lebih rendah.

Hasil penelitian ini juga menunjukkan bahwa karakteristik perusahaan yang tergabung dalam Indeks Kompas 100 memperkuat hubungan negatif antara kapitalisasi pasar dan Value at Risk. Sebagian besar perusahaan dalam indeks tersebut merupakan perusahaan dengan fundamental yang relatif kuat dan tingkat likuiditas saham yang tinggi. Meskipun demikian, perusahaan dengan kapitalisasi pasar yang lebih besar tetap mampu mempertahankan tingkat risiko yang lebih rendah dibandingkan perusahaan dengan kapitalisasi pasar yang lebih kecil. Oleh karena itu, kapitalisasi pasar dapat dijadikan sebagai salah satu indikator penting dalam mempertimbangkan risiko investasi, khususnya bagi investor yang berorientasi pada pengelolaan risiko. Temuan

ini konsisten dengan penelitian Souffargi & Boubaker, (2025); Yoda et al., (2024) yang menunjukkan bahwa ukuran perusahaan dan karakteristik fundamental berkontribusi terhadap stabilitas risiko pasar.

4.7.2 Pengujian Hipotesis Kedua (H2)

Hipotesis kedua menyatakan bahwa profitabilitas yang diproksikan dengan *Return on Assets* (ROA) berpengaruh negatif dan signifikan terhadap VaR. Berdasarkan hasil estimasi pada Tabel 4.12 variabel ROA menunjukkan nilai koefisien sebesar -0,0261191 dengan p-value sebesar 0,174. Karena p-value tersebut berada di atas $\alpha = 0,05$, ROA dinyatakan tidak berpengaruh signifikan terhadap VaR. Meski arah koefisien negatif mengindikasikan bahwa perusahaan dengan profitabilitas lebih tinggi cenderung memiliki risiko pasar lebih rendah, pengaruh ini tidak terbukti secara statistik sehingga tidak dapat dimaknai secara substantif. Berdasarkan hasil tersebut, hipotesis kedua (H2) yang menyatakan bahwa profitabilitas berpengaruh negatif dan signifikan terhadap VaR ditolak. Hasil ini tidak mendukung *Signaling Theory* Spence, (1973) yang menjelaskan bahwa kinerja profitabilitas yang baik merupakan sinyal positif kepada pasar sehingga mampu meredam volatilitas harga saham dan menurunkan risiko pasar. Ketidaksignifikanan ini kemungkinan disebabkan oleh *mismatch* horison waktu antara ROA yang dipublikasikan setahun sekali melalui laporan keuangan tahunan dengan VaR yang dihitung dari harga saham harian, serta dominannya pengaruh faktor makroekonomi global pada periode 2021–2024 dibandingkan kinerja fundamental perusahaan. Temuan ini konsisten dengan penelitian Kurniatin et al., (2025) yang menemukan bahwa profitabilitas tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap risiko sistematis pada perusahaan di indeks LQ-45, namun tidak konsisten dengan penelitian Ningsih & Artini, (2025) yang menemukan profitabilitas sebagai faktor sinyal positif utama bagi investor pada subsektor asuransi.

4.7.3 Pengujian Hipotesis Ketiga (H3)

Hipotesis ketiga menyatakan bahwa aktivitas perusahaan yang diproksikan dengan *Total Asset Turnover* (TATO) berpengaruh negatif dan signifikan terhadap VaR. Hasil estimasi pada Tabel 4.12 menunjukkan bahwa variabel TATO memiliki koefisien sebesar 0,0007245 dengan p-value sebesar 0,063. Karena p-value ini berada di atas $\alpha = 0,05$, TATO dinyatakan tidak berpengaruh signifikan terhadap VaR pada tingkat kepercayaan 95%. Arah koefisien yang positif berarti semakin efisien perusahaan memanfaatkan asetnya untuk menghasilkan penjualan, risiko pasar yang tercermin pada VaR justru cenderung sedikit naik, meski hubungan ini tidak signifikan secara statistik.

Dengan demikian, hipotesis ketiga (H3) yang menyatakan bahwa aktivitas perusahaan berpengaruh negatif dan signifikan terhadap VaR ditolak. Hasil ini tidak sesuai dengan argumentasi teoritis bahwa efisiensi operasional yang tinggi mencerminkan manajemen aset yang baik sehingga memberikan sinyal kepercayaan kepada investor dan menekan volatilitas harga saham. Koefisien positif yang diperoleh justru mengindikasikan bahwa tingkat aktivitas yang tinggi dapat meningkatkan sensitivitas perusahaan terhadap fluktuasi permintaan pasar, sebagaimana telah disinggung dalam Bab II Brigham & Houston, (2019) sehingga berpotensi meningkatkan volatilitas pendapatan dan risiko pasar. Temuan ini tidak mendukung penelitian Aprilia et al., (2024) yang menemukan bahwa TATO yang tinggi berkorelasi dengan risiko investasi yang rendah pada perusahaan manufaktur, namun sejalan dengan Zahroh & Widodo, (2025) yang menemukan TATO berpengaruh positif meskipun tidak signifikan terhadap risiko sistematis pada Jakarta Islamic Index.

4.7.4 Pengujian Hipotesis Keempat (H4) Moderasi Tipe Industri pada Kapitalisasi Pasar

Hipotesis keempat menyatakan bahwa tipe industri memoderasi pengaruh kapitalisasi pasar terhadap VaR. Pengujian dilakukan dengan melihat koefisien variabel

interaksi *inter1* ($\text{LOG MC} \times \text{industri}$) pada Tabel 4.12. Hasil estimasi menunjukkan koefisien *inter1* sebesar $-4,93\text{e}-06$ dengan *p-value* sebesar 0,997.

Nilai *p-value* variabel interaksi tersebut lebih besar dari $\alpha = 0,05$, sehingga tipe industri terbukti tidak signifikan dalam memoderasi pengaruh kapitalisasi pasar terhadap VaR. Koefisien interaksi yang bernilai negatif namun mendekati nol ($-4,93\text{e}-06$) menunjukkan bahwa pada perusahaan manufaktur (*Dummy* = 1), pengaruh kapitalisasi pasar terhadap VaR tidak berbeda secara berarti dibandingkan perusahaan non-manufaktur. Hal ini mengindikasikan bahwa mekanisme *quality signal* dari kapitalisasi pasar Spence, (1973) berlaku secara seragam lintas tipe industri dalam konteks sampel Indeks Kompas 100, di mana seluruh perusahaan sudah memenuhi ambang batas kapitalisasi minimum yang tinggi sehingga perbedaan tipe industri tidak cukup membedakan respons risiko pasar terhadap skala perusahaan.

Berdasarkan hasil tersebut, hipotesis keempat (H4) ditolak.

4.7.5 Pengujian Hipotesis Kelima (H5) Moderasi Tipe Industri pada Profitabilitas

Hipotesis kelima menyatakan tipe industri memoderasi pengaruh profitabilitas (ROA) terhadap VaR. Variabel interaksi yang digunakan adalah *inter2* ($\text{ROA} \times \text{industri}$). Berdasarkan Tabel 4.12, koefisien *inter2* sebesar $-0,0754020$ dengan *p-value* sebesar 0,032. Karena nilai *p-value* lebih kecil dari $\alpha = 0,05$ mengindikasikan bahwa tipe industri signifikan memoderasi pengaruh ROA terhadap VaR. Arah koefisien yang negatif menunjukkan bahwa dampak profitabilitas dalam menurunkan risiko pasar lebih kuat pada perusahaan manufaktur dibandingkan non-manufaktur. Dalam kerangka *Moderated Regression Analysis* (MRA), total pengaruh ROA terhadap VaR pada perusahaan manufaktur adalah $-0,0261 + (-0,0754) = -0,1015$, jauh lebih besar dibandingkan perusahaan non-manufaktur yang hanya sebesar $-0,0261$. Kondisi ini dapat dikaitkan dengan siklus produksi industri manufaktur yang lebih panjang dan rentan terhadap fluktuasi biaya bahan baku, sehingga profitabilitas yang tinggi pada sektor manufaktur merupakan sinyal yang lebih *costly* dan lebih kredibel bagi investor

bahwa manajemen mampu mengelola ketidakpastian operasional secara efisien (Spence, 1973). Sinyal yang lebih kuat ini pada akhirnya lebih efektif dalam menstabilkan ekspektasi investor dan menurunkan nilai VaR dibandingkan pada perusahaan non-manufaktur yang labanya lebih dipengaruhi faktor nonfisik seperti kualitas layanan dan sumber daya manusia.

Dengan hasil tersebut, hipotesis kelima (H5) diterima dan merupakan satu-satunya hipotesis moderasi yang didukung secara empiris dalam penelitian ini. Peningkatan R^2 *within* dari 0,0094 pada Model 1 menjadi 0,1027 pada Model 2 peningkatan lebih dari sepuluh kali lipat mengkonfirmasi bahwa penambahan variabel moderasi tipe industri, khususnya melalui *inter2*, memberikan kontribusi substansial dalam menjelaskan variasi VaR.

4.7.6 Pengujian Hipotesis Keenam (H6) Moderasi Tipe Industri pada Aktivitas

Hipotesis keenam menyatakan bahwa tipe industri memoderasi pengaruh aktivitas (TATO) terhadap VaR. Koefisien variabel interaksi *inter3* ($TATO \times \text{industri}$) pada Tabel 4.12 menunjukkan nilai sebesar 0,0009932 dengan p-value sebesar 0,167.

Karena nilai *p-value* lebih besar dari $\alpha = 0,05$ tipe industri terbukti tidak signifikan memoderasi pengaruh TATO terhadap VaR. Koefisien interaksi yang positif menunjukkan bahwa efisiensi penggunaan aset dalam menekan risiko pasar tidak berbeda secara berarti antara perusahaan manufaktur dan non-manufaktur. Hal ini masuk akal mengingat perusahaan manufaktur memiliki proporsi aset tetap yang besar sehingga perputaran total asetnya secara alami lebih rendah dibandingkan sektor non-manufaktur seperti perdagangan dan jasa. Investor maupun analis keuangan sejatinya telah memperhitungkan perbedaan struktural TATO antarsektor ini dalam membentuk ekspektasi risiko (Brigham & Houston, 2019), sehingga perubahan TATO tidak memberi dampak berbeda secara signifikan terhadap VaR antara kedua kelompok industri, setelah memperhitungkan perbedaan *baseline* industrinya.

Berdasarkan hasil tersebut, hipotesis keenam (H6) ditolak.

4.8 Pembahasan Hasil Uji Hipotesis

Bagian ini membahas hasil pengujian hipotesis yang telah diperoleh pada tahap analisis regresi data panel. Pembahasan disusun berdasarkan masing-masing hipotesis dengan menginterpretasikan arah, besaran, dan signifikansi pengaruh setiap variabel terhadap Value at Risk (VaR). Selanjutnya, hasil penelitian dianalisis dengan mengaitkannya pada landasan teori yang digunakan, yaitu Modern Portfolio Theory dan Signaling Theory, serta dibandingkan dengan temuan penelitian terdahulu yang relevan untuk menjelaskan kesesuaian maupun perbedaan hasil penelitian. Selain berfokus pada VaR sebagai ukuran risiko pasar, pembahasan turut mempertimbangkan konsep volatilitas return saham dan risiko pasar yang mendasari pengukuran VaR pada berbagai penelitian empiris, sehingga diharapkan mampu memberikan gambaran yang komprehensif mengenai hubungan antara kapitalisasi pasar, profitabilitas, aktivitas perusahaan, dan tipe industri terhadap VaR.

4.8.1 Pengaruh Kapitalisasi Pasar terhadap Value at Risk (H1)

Hasil pengujian menunjukkan bahwa kapitalisasi pasar (LOG MC) berpengaruh negatif dan signifikan terhadap Value at Risk (VaR), dengan nilai koefisien sebesar $-0,0010301$ dan p-value sebesar $0,045 (< 0,05)$. Dengan demikian, hipotesis pertama (H1) diterima. Hasil ini menunjukkan bahwa semakin besar kapitalisasi pasar suatu perusahaan, semakin rendah tingkat Value at Risk (VaR) yang dimiliki perusahaan. Dengan kata lain, perusahaan yang memiliki nilai pasar lebih besar cenderung menghadapi risiko kerugian yang lebih rendah dibandingkan perusahaan dengan kapitalisasi pasar yang lebih kecil (Baltagi, 2021; Gujarati & Porter, 2009).

Hubungan negatif ini dapat dijelaskan karena perusahaan berkapitalisasi besar umumnya memiliki fundamental yang lebih kuat, likuiditas saham lebih tinggi, dan akses pendanaan lebih luas. Saham perusahaan besar juga cenderung diperdagangkan

lebih aktif sehingga proses penyesuaian harga terhadap informasi baru berlangsung lebih stabil. Diversifikasi usaha dan sumber pendapatan yang lebih baik pada perusahaan besar turut membantu meredam dampak guncangan pada salah satu segmen bisnis terhadap kinerja perusahaan secara keseluruhan, sehingga fluktuasi harga saham lebih terkendali dan risiko pasar yang tercermin dalam VaR menjadi lebih rendah. Hasil ini sejalan dengan Amalia & Sunarso, (2022) yang menemukan volatilitas harga saham lebih rendah pada perusahaan berkapitalisasi besar dibandingkan yang berkapitalisasi kecil.

Temuan ini turut didukung oleh Sejati, (2025) yang menganalisis saham perbankan dalam Indeks LQ45 periode 2022-2024. Penelitian tersebut menunjukkan bahwa PT Bank Central Asia Tbk. (BBCA) sebagai salah satu perusahaan dengan kapitalisasi pasar terbesar di Indonesia memiliki tingkat volatilitas saham yang lebih rendah dibandingkan bank-bank lainnya. Kondisi tersebut menunjukkan bahwa perusahaan dengan kapitalisasi pasar yang besar cenderung memiliki harga saham yang lebih stabil karena didukung oleh fundamental yang kuat, kinerja keuangan yang konsisten, dan tingkat kepercayaan investor yang tinggi. Selain itu, Wibowo et al., (2025) juga menemukan bahwa portofolio yang didominasi oleh saham-saham berkapitalisasi besar menghasilkan nilai Value at Risk (VaR) yang lebih rendah dibandingkan portofolio yang terkonsentrasi pada saham tertentu. Temuan tersebut memperlihatkan bahwa perusahaan dengan ukuran yang lebih besar cenderung memiliki tingkat risiko pasar yang lebih rendah.

Hasil penelitian ini sejalan dengan Modern Portfolio Theory yang dikemukakan oleh Markowitz (1952). Teori tersebut menjelaskan bahwa diversifikasi dapat menurunkan risiko investasi tanpa harus mengurangi tingkat pengembalian yang diharapkan secara proporsional. Perusahaan dengan kapitalisasi pasar yang besar umumnya memiliki diversifikasi usaha, sumber pendapatan, dan aset yang lebih baik sehingga lebih mampu mempertahankan stabilitas kinerja ketika menghadapi perubahan kondisi ekonomi. Stabilitas tersebut menyebabkan volatilitas return saham menjadi lebih rendah sehingga nilai Value at Risk (VaR) juga cenderung menurun. Dari

perspektif Signaling Theory oleh Spence (1973), kapitalisasi pasar yang tinggi juga memberikan sinyal positif mengenai kualitas perusahaan. Investor cenderung menilai perusahaan besar memiliki prospek pertumbuhan, tata kelola, dan kemampuan keuangan yang lebih baik sehingga reaksi pasar terhadap informasi negatif menjadi lebih terkendali. Kondisi ini didukung oleh penelitian Souffargi & Boubaker, (2025); Yoda et al., (2024) yang menunjukkan bahwa perusahaan dengan fundamental yang kuat cenderung memiliki volatilitas return yang lebih rendah sehingga menghasilkan estimasi Value at Risk (VaR) yang lebih kecil.

Meskipun demikian, hubungan antara kapitalisasi pasar dan risiko tidak selalu menunjukkan hasil yang sama pada setiap penelitian. Banz, (1981) melalui konsep size effect menemukan bahwa perusahaan berkapitalisasi kecil cenderung memberikan risk-adjusted return yang lebih tinggi sebagai kompensasi atas tingkat risiko yang lebih besar. Sementara itu, Astakhov et al., (2019) menunjukkan bahwa pengaruh ukuran perusahaan terhadap risiko maupun return saham dapat berbeda bergantung pada karakteristik pasar dan periode penelitian. Oleh karena itu, hasil penelitian ini lebih mencerminkan kondisi perusahaan nonkeuangan yang tergabung dalam Indeks Kompas 100 periode 2021-2024, yang umumnya memiliki tingkat likuiditas dan fundamental perusahaan yang relatif baik. Dengan demikian, kapitalisasi pasar dapat dijadikan salah satu indikator penting dalam mempertimbangkan risiko investasi, khususnya bagi investor yang berorientasi pada pengelolaan risiko pada saham-saham anggota Indeks Kompas 100.

4.8.2 Pengaruh Profitabilitas (ROA) terhadap Value at Risk (H2)

ROA memiliki koefisien regresi -0,0261191 dengan p-value 0,174 ($> 0,05$), yang berarti ROA berpengaruh negatif namun tidak signifikan terhadap VaR, sehingga H2 ditolak. Sekalipun arah koefisien menunjukkan bahwa kenaikan profitabilitas cenderung diikuti penurunan VaR, pengaruh tersebut belum cukup kuat untuk dinyatakan signifikan pada taraf 5%. Dengan demikian, profitabilitas yang diprosikan

ROA belum mampu menjelaskan variasi risiko pasar pada perusahaan non-keuangan anggota Indeks Kompas 100 periode 2021-2024 (Baltagi, 2021).

Ketidaksignifikanan pengaruh ROA terhadap VaR ini dapat dikaitkan dengan perbedaan sifat informasi akuntansi dan risiko pasar. ROA dihitung dari laporan keuangan sehingga mencerminkan kinerja perusahaan pada periode tertentu, sedangkan VaR dihitung dari pergerakan return saham harian yang sangat dipengaruhi perubahan kondisi pasar. Akibatnya, perubahan profitabilitas perusahaan tidak selalu langsung diikuti perubahan risiko pasar dalam jangka pendek. Sepanjang 2021-2024, pergerakan harga saham juga dipengaruhi berbagai faktor eksternal seperti kenaikan suku bunga global, tekanan inflasi pascapandemi, fluktuasi nilai tukar, dan ketidakpastian geopolitik, sehingga volatilitas saham lebih banyak dipengaruhi sentimen pasar dibandingkan perubahan profitabilitas perusahaan.

Temuan ini menunjukkan bahwa tingginya profitabilitas belum tentu direspons langsung oleh pasar dalam bentuk penurunan risiko saham. Investor tidak hanya mempertimbangkan kemampuan perusahaan menghasilkan laba, tetapi juga kondisi ekonomi, prospek industri, dan berbagai informasi lain yang memengaruhi keputusan investasi. Karena itu, ROA yang tinggi tidak serta-merta menurunkan VaR. Temuan ini sejalan dengan penelitian Esti Kurniatin et al (2025) yang menemukan bahwa profitabilitas tidak berpengaruh signifikan terhadap risiko sistematis pada perusahaan yang tergabung dalam Indeks LQ45.

Dari perspektif Signaling Theory oleh Spence (1973), profitabilitas yang tinggi merupakan sinyal positif mengenai kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba dan mempertahankan kinerja keuangan. Namun, hasil penelitian ini menunjukkan bahwa sinyal tersebut belum cukup kuat untuk memengaruhi risiko pasar secara signifikan. Hal ini mengindikasikan bahwa investor tidak hanya mendasarkan keputusan investasinya pada informasi profitabilitas, tetapi juga mempertimbangkan berbagai faktor lain yang berkaitan dengan kondisi pasar dan prospek ekonomi.

Dengan demikian, efektivitas sinyal yang diberikan oleh profitabilitas menjadi berkurang ketika pasar berada dalam kondisi yang penuh ketidakpastian.

Hasil penelitian ini tidak sepenuhnya sejalan dengan penelitian Ningsih & Artini, (2025) yang menemukan profitabilitas memberi sinyal positif kepada investor sehingga meningkatkan respons pasar terhadap saham perusahaan. Perbedaan ini diduga dipengaruhi karakteristik sampel, sektor industri, periode penelitian, dan ukuran risiko yang digunakan penelitian ini memakai VaR sebagai proksi risiko pasar, sementara penelitian sebelumnya lebih banyak menggunakan harga saham, return saham, atau risiko sistematis. Karena itu, tidak signifikannya pengaruh ROA terhadap VaR dalam penelitian ini menunjukkan bahwa profitabilitas belum menjadi faktor utama penentu risiko pasar pada perusahaan non-keuangan anggota Indeks Kompas 100 selama periode penelitian.

4.8.3 Pengaruh Aktivitas (TATO) terhadap Value at Risk (H3)

TATO menunjukkan koefisien positif 0,0007245 dengan p-value 0,063 ($> 0,05$ pada taraf kepercayaan 95%, meski signifikan pada taraf 90%), sehingga secara umum TATO tidak terbukti berpengaruh signifikan terhadap VaR dan H3 ditolak. Arah koefisien positif mengindikasikan bahwa semakin tinggi efisiensi perusahaan memanfaatkan asetnya untuk menghasilkan penjualan, risiko pasar yang tercermin pada VaR justru cenderung sedikit meningkat, meski hubungan ini lemah dan tidak signifikan secara statistik.

Secara konseptual, arah positif yang lemah ini dapat dijelaskan melalui mekanisme operating leverage. Perusahaan dengan TATO tinggi umumnya mengandalkan volume penjualan yang besar dengan margin per unit yang relatif tipis untuk mencapai efisiensi perputaran aset. Struktur biaya semacam ini membuat laba perusahaan menjadi lebih sensitif terhadap fluktuasi volume penjualan dan harga jual dibandingkan perusahaan dengan TATO rendah namun margin tinggi. Ketika permintaan pasar melemah, penurunan laba pada perusahaan bervolume tinggi dapat

lebih tajam secara proporsional, sehingga justru menambah, alih-alih mengurangi, ketidakpastian return saham. Brigham & Houston, (2022) menjelaskan mekanisme ini melalui konsep sensitivitas pendapatan terhadap fluktuasi permintaan pasar, yang relevan menjelaskan mengapa efisiensi aset yang tinggi tidak otomatis diterjemahkan pasar sebagai sinyal risiko yang lebih rendah.

Ketidaksignifikanan pengaruh TATO terhadap risiko dalam penelitian ini juga sejalan dengan pola yang berulang pada berbagai penelitian terbaru di pasar modal Indonesia lintas sektor. Melyanah & Sumantri, (2026), dalam studi terbaru atas emiten subsektor batu bara periode 2021–2024, secara eksplisit menemukan bahwa TATO tidak berpengaruh signifikan terhadap harga saham (nilai signifikansi 0,302), dan menyimpulkan bahwa kemampuan perusahaan mendayagunakan aset untuk menghasilkan pendapatan belum cukup kuat membentuk persepsi investor terhadap valuasi saham, karena faktor eksternal seperti volatilitas harga komoditas global dan dinamika kebijakan energi jauh lebih dominan membentuk pergerakan harga dibandingkan efisiensi perputaran aset internal. Studi lain pada perusahaan pertambangan dan manufaktur di BEI juga secara konsisten menemukan TATO tidak berpengaruh signifikan terhadap harga maupun return saham. Konsistensi temuan tersebut lintas sektor dan lintas periode menunjukkan bahwa rasio aktivitas seperti TATO cenderung kurang dipertimbangkan investor sebagai sinyal risiko dibandingkan rasio profitabilitas maupun ukuran perusahaan, kemungkinan karena efisiensi aset lebih mencerminkan karakteristik operasional jangka panjang perusahaan dibandingkan sinyal risiko jangka pendek yang tertangkap dalam pergerakan harga saham harian.

Temuan H3 pada penelitian ini tidak mendukung penelitian Aprilia et al., (2024) yang menemukan bahwa TATO yang tinggi berkorelasi dengan risiko investasi yang rendah pada perusahaan manufaktur, namun sejalan dengan penelitian Zahroh & Widodo, (2025) yang menemukan TATO berpengaruh positif meskipun tidak signifikan terhadap risiko sistematis pada Jakarta Islamic Index. Perbedaan hasil

antarpelitian ini kemungkinan besar dipengaruhi oleh perbedaan karakteristik sektor industri, periode penelitian, serta proksi risiko yang digunakan.

4.8.4 Moderasi Tipe Industri pada Pengaruh Kapitalisasi Pasar terhadap VaR (H4)

Variabel interaksi kapitalisasi pasar dan tipe industri ($\text{LOG MC} \times \text{Industri}$) memiliki koefisien regresi $-4,93\text{e-}06$ dengan p-value 0,997, jauh di atas taraf signifikansi 5% ($\alpha = 0,05$), sehingga tipe industri terbukti tidak mampu memoderasi pengaruh kapitalisasi pasar terhadap VaR. H4 dengan demikian ditolak. Koefisien interaksi yang mendekati nol ini menunjukkan hubungan antara kapitalisasi pasar dan VaR relatif sama pada perusahaan manufaktur maupun non-manufaktur, artinya perbedaan tipe industri tidak menyebabkan perubahan berarti terhadap pengaruh kapitalisasi pasar dalam menjelaskan risiko pasar (Baltagi, 2021; Gujarati & Porter, 2009).

Hasil ini mengindikasikan bahwa pengaruh kapitalisasi pasar terhadap Value at Risk (VaR) lebih dipengaruhi oleh karakteristik fundamental perusahaan dibandingkan oleh klasifikasi industrinya. Perusahaan dengan kapitalisasi pasar yang besar umumnya memiliki tingkat likuiditas saham yang tinggi, akses pendanaan yang lebih luas, serta kemampuan yang lebih baik dalam menghadapi ketidakpastian ekonomi. Karakteristik tersebut dimiliki oleh perusahaan besar baik pada sektor manufaktur maupun nonmanufaktur sehingga manfaat kapitalisasi pasar dalam menekan risiko pasar cenderung tetap konsisten pada kedua kelompok perusahaan. Kondisi ini menunjukkan bahwa ukuran perusahaan menjadi faktor yang lebih dominan dibandingkan perbedaan tipe industri dalam menjelaskan variasi risiko pasar (Fama & French, 2015).

Tidak adanya efek moderasi ini juga dapat dijelaskan oleh karakteristik sampel penelitian. Seluruh perusahaan sampel merupakan perusahaan non-keuangan anggota Indeks Kompas 100 yang telah memenuhi kriteria tertentu terkait kapitalisasi pasar, likuiditas perdagangan saham, dan kinerja perusahaan. Proses seleksi ini membuat karakteristik perusahaan dalam sampel relatif homogen dibandingkan keseluruhan

perusahaan tercatat di BEI, sehingga perbedaan karakteristik antara perusahaan manufaktur dan non-manufaktur menjadi tidak terlalu besar dan tidak mampu menghasilkan pengaruh moderasi yang signifikan secara statistik. Kondisi tersebut sejalan dengan Baltagi, (2021) yang menjelaskan bahwa tingkat homogenitas data panel dapat memengaruhi kemampuan model dalam mendeteksi variasi pengaruh antarunit observasi.

Ditinjau dari Signaling Theory oleh Spence (1973), kapitalisasi pasar merupakan sinyal yang mencerminkan kualitas, kredibilitas, dan prospek perusahaan di mata investor. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa sinyal tersebut direspons secara relatif sama oleh investor, baik pada perusahaan manufaktur maupun nonmanufaktur. Artinya, investor lebih mempertimbangkan ukuran perusahaan sebagai indikator kualitas dibandingkan klasifikasi industrinya ketika mengevaluasi tingkat risiko investasi. Temuan ini sejalan dengan penelitian Yoda et al., (2024) yang menunjukkan bahwa perusahaan dengan fundamental dan nilai pasar yang lebih kuat memperoleh respons investor yang lebih positif sehingga risiko investasinya relatif lebih rendah.

Hasil penelitian ini juga menunjukkan bahwa perbedaan proses produksi, struktur aset, maupun karakteristik operasional antara perusahaan manufaktur dan non-manufaktur belum mampu mengubah hubungan antara kapitalisasi pasar dan VaR. Dengan kata lain, pengaruh kapitalisasi pasar terhadap risiko pasar tetap konsisten pada kedua kelompok perusahaan. Temuan ini mengindikasikan bahwa pada perusahaan-perusahaan yang telah memenuhi kriteria Indeks Kompas 100, faktor ukuran perusahaan lebih dominan dalam menjelaskan risiko pasar dibandingkan tipe industri, sehingga tipe industri belum dapat berperan sebagai variabel yang memperkuat maupun memperlemah hubungan antara kapitalisasi pasar dan VaR. Berdasarkan hasil tersebut, dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat perbedaan pengaruh kapitalisasi pasar terhadap VaR antara perusahaan manufaktur dan non-manufaktur. Oleh karena itu, tipe industri tidak berperan sebagai variabel yang memperkuat maupun memperlemah hubungan kapitalisasi pasar terhadap VaR.

4.8.5 Moderasi Tipe Industri pada Pengaruh Profitabilitas terhadap VaR (H5)

Variabel interaksi inter2 ($\text{ROA} \times \text{industri}$) menunjukkan koefisien sebesar -0,0754020 dengan p-value 0,032 ($< 0,05$), sehingga tipe industri terbukti signifikan memoderasi pengaruh ROA terhadap VaR dan hipotesis kelima (H5) diterima. Hasil ini merupakan satu-satunya hipotesis moderasi yang didukung secara empiris dalam penelitian ini.

Arah koefisien yang negatif menunjukkan bahwa pengaruh profitabilitas dalam menurunkan risiko pasar lebih kuat pada perusahaan manufaktur dibandingkan non-manufaktur. Berdasarkan analisis Moderated Regression Analysis (MRA), total pengaruh ROA terhadap VaR pada perusahaan manufaktur adalah $-0,0261 + (-0,0754) = -0,1015$, jauh lebih besar dibandingkan perusahaan non-manufaktur yang hanya sebesar -0,0261. Penjelasan mekanistik atas perbedaan kekuatan sinyal ini terletak pada perbedaan struktur biaya dan intensitas modal antarsektor. Perusahaan manufaktur memiliki struktur biaya tetap yang besar (pabrik, mesin, persediaan bahan baku) dan siklus produksi yang panjang, sehingga mencapai profitabilitas tinggi pada sektor ini jauh lebih costly dan sulit direplikasi oleh perusahaan yang kurang efisien, akibatnya ROA tinggi pada sektor manufaktur menjadi sinyal yang lebih kredibel dan sulit dipalsukan (costly to fake signal) mengenai kemampuan manajemen mengelola ketidakpastian biaya bahan baku, energi, dan rantai pasok (Spence, 1973). Sebaliknya, pada sektor non-manufaktur seperti jasa dan keuangan, profitabilitas lebih banyak ditopang oleh faktor non-fisik seperti kualitas layanan, merek, dan sumber daya manusia yang relatif lebih mudah berfluktuasi dan lebih rentan terhadap perubahan preferensi konsumen jangka pendek, sehingga sinyal ROA menjadi kurang informatif bagi investor dalam menilai risiko pasar.

Temuan ini sejalan dengan hasil Paramita & Hernawati, (2025) pada sektor teknologi, yang menemukan ROA tinggi menurunkan volatilitas harga saham melalui sinyal likuiditas dan profitabilitas yang baik, meskipun kekuatan sinyal tersebut secara teoretis diperkirakan berbeda intensitasnya dibandingkan pada sektor manufaktur yang

memiliki struktur biaya dan risiko operasional lebih kompleks. Peningkatan R^2 *within* dari 0,0094 pada Model 1 menjadi 0,1027 pada Model 2 meningkat lebih dari sepuluh kali lipat mengonfirmasi secara empiris bahwa penambahan variabel moderasi tipe industri, khususnya melalui inter_2 , memberikan kontribusi substansial dalam menjelaskan variasi VaR yang sebelumnya tidak tertangkap model utama.

Dengan demikian, tipe industri terbukti memoderasi hubungan ROA terhadap VaR, khususnya dengan memperkuat pengaruh negatif ROA pada perusahaan manufaktur. Sementara itu, perusahaan non-manufaktur menunjukkan pengaruh ROA yang lebih lemah. Temuan ini menunjukkan bahwa efektivitas profitabilitas sebagai indikator yang berkaitan dengan risiko pasar bergantung pada karakteristik industri tempat perusahaan beroperasi. Oleh karena itu, hipotesis kelima (H5) diterima dan menjadi satu-satunya hipotesis moderasi yang didukung secara empiris dalam penelitian ini, sekaligus menegaskan bahwa efektivitas profitabilitas sebagai sinyal penurun risiko pasar bergantung pada karakteristik struktural industri, khususnya intensitas modal dan kompleksitas operasional, tempat perusahaan beroperasi.

4.8.6 Moderasi Tipe Industri pada Pengaruh Aktivitas terhadap VaR (H6)

Hasil pengujian menunjukkan bahwa variabel interaksi Total Asset Turnover (TATO) $\times$ tipe industri memiliki koefisien regresi sebesar 0,0009932 dengan p-value sebesar 0,167 ($> 0,05$). Hasil tersebut menunjukkan bahwa tipe industri tidak mampu memoderasi pengaruh Total Asset Turnover (TATO) terhadap Value at Risk (VaR). Dengan demikian, hipotesis keenam (H6) ditolak. Meskipun koefisien interaksi bernilai positif, pengaruh tersebut tidak signifikan secara statistik sehingga hubungan antara Total Asset Turnover (TATO) dan Value at Risk (VaR) relatif tidak berbeda pada perusahaan manufaktur maupun nonmanufaktur (Baltagi, 2021; Gujarati & Porter, 2009).

Hasil tersebut mengindikasikan bahwa efisiensi penggunaan aset yang tercermin dalam Total Asset Turnover (TATO) belum mampu memberikan pengaruh yang berbeda terhadap risiko pasar berdasarkan tipe industri. Secara teoritis,

perusahaan manufaktur memiliki karakteristik aset yang berbeda dengan perusahaan nonmanufaktur. Perusahaan manufaktur umumnya memiliki proporsi aset tetap yang lebih besar, seperti pabrik, mesin, dan peralatan produksi, sedangkan perusahaan nonmanufaktur lebih banyak menggunakan aset lancar maupun aset tidak berwujud dalam menjalankan kegiatan operasionalnya. Perbedaan struktur aset tersebut menyebabkan tingkat Total Asset Turnover (TATO) antarindustri memang berbeda secara alami. Namun, hasil penelitian ini menunjukkan bahwa perbedaan tersebut tidak cukup kuat untuk mengubah hubungan antara Total Asset Turnover (TATO) dan Value at Risk (VaR) (Brigham & Houston, 2022).

Tidak ditemukannya efek moderasi ini juga dapat dijelaskan dari sudut pandang perilaku investor. Investor pada umumnya telah memahami bahwa setiap sektor memiliki karakteristik operasional berbeda, sehingga tingkat perputaran aset antarindustri bukan lagi informasi baru dalam pengambilan keputusan investasi. Dengan kata lain, perbedaan tingkat TATO antara perusahaan manufaktur dan non-manufaktur telah menjadi karakteristik yang melekat pada masing-masing sektor dan telah tercermin dalam harga saham, sehingga perubahan nilai TATO tidak memberi tambahan informasi yang cukup kuat untuk mengubah persepsi investor terhadap risiko pasar. Kondisi ini menyebabkan tipe industri tidak mampu memperkuat maupun memperlemah hubungan antara TATO dan VaR (Fama & French, 2015).

Ditinjau dari Signaling Theory oleh Spence (1973), rasio aktivitas merupakan salah satu sinyal mengenai efisiensi operasional perusahaan dalam memanfaatkan aset untuk menghasilkan pendapatan. Akan tetapi, hasil penelitian ini menunjukkan bahwa sinyal tersebut belum menjadi pertimbangan utama investor dalam menilai risiko pasar. Investor cenderung lebih memperhatikan informasi lain yang berpengaruh lebih besar terhadap volatilitas harga saham, seperti prospek pertumbuhan perusahaan, kondisi makroekonomi, tingkat suku bunga, maupun sentimen pasar. Akibatnya, meski terdapat perbedaan karakteristik operasional antara perusahaan manufaktur dan non-manufaktur, informasi mengenai efisiensi penggunaan aset belum mampu mengubah hubungan antara TATO dan VaR.

Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian Zahroh & Widodo, (2025) yang menunjukkan bahwa TATO tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap risiko sistematis perusahaan. Temuan tersebut mengindikasikan rasio aktivitas belum menjadi determinan utama risiko investasi dibandingkan faktor-faktor lain, seperti ukuran perusahaan, kondisi fundamental, maupun faktor makroekonomi. Dengan demikian, tipe industri belum dapat berperan sebagai variabel moderasi yang memperkuat maupun memperlemah pengaruh TATO terhadap VaR pada perusahaan non-keuangan yang tergabung dalam Indeks Kompas 100 periode 2021-2024.

Tabel 4. 13 Ringkasan Hasil Pengujian Hipotesis

H	Pernyataan Hipotesis	Hasil	Keputusan
H1	Kapitalisasi pasar berpengaruh negatif signifikan terhadap VaR	$\beta = -0,0010$, $p = 0,045$	Diterima
H2	ROA berpengaruh negatif signifikan terhadap VaR	$\beta = -0,0261$, $p = 0,174$	Ditolak
H3	TATO berpengaruh negatif signifikan terhadap VaR	$\beta = 0,0007$, $p = 0,063$	Ditolak
H4	Tipe industri memoderasi pengaruh mktcap terhadap VaR	$\beta = -4,93e-06$, $p = 0,997$	Ditolak
H5	Tipe industri memoderasi pengaruh ROA terhadap VaR	$\beta = -0,0754$, $p = 0,032$	Diterima
H6	Tipe industri memoderasi pengaruh TATO terhadap VaR	$\beta = 0,0010$, $p = 0,167$	Ditolak

Sumber: Output Stata MP 17.0, diolah (2026)