

BAB IV

HASIL DAN PEMBAHASAN

4.1 Gambaran Umum

Objek utama dalam penelitian ini adalah perusahaan-perusahaan yang tercatat di Bursa Efek Indonesia (BEI) dan memiliki karakteristik istimewa, yakni memiliki kondisi keuangan stabil sekaligus menunjukkan orientasi yang tinggi pada praktik keberlanjutan. Karakteristik ganda ini diwakili melalui keanggotaan perusahaan dalam dua indeks penting yang menjadi fokus penelitian, yaitu Indeks *IDX High Dividend 20* (IDX HIDIV20) dan Indeks *ESG Sector Leaders* IDX KEHATI. Pilihan kedua indeks ini tidak dibuat secara sembarangan, melainkan dengan tujuan untuk memahami fenomena empiris terkait preferensi dan perilaku investor di pasar modal. Di satu sisi, pasar menunjukkan minat besar terhadap perusahaan yang dapat memberikan imbal hasil yang pasti melalui dividen yang tinggi dan rutin, yang tercermin dalam anggota IDX HIDIV20. Di sisi lain, tren investasi saat ini mengharuskan perusahaan tidak berorientasi pada keuntungan, namun menunjukkan kualitas terhadap tata kelola, tanggung jawab sosial, dan lingkungan (*Environmental, Social, and Governance*) yang unggul di sektor mereka, yang tercakup dalam Indeks ESG KEHATI.

Masa yang diperhatikan dalam penelitian ini mencakup periode empat tahun, yaitu dari 2022 sampai 2025. Pemilihan periode ini dianggap sangat relevan, strategis, dan *up-to-date* untuk menangkap dinamika pasar modal Indonesia pasca-pandemi. Selama periode tersebut, terjadi perubahan struktural yang ditunjukkan oleh peningkatan yang signifikan dalam jumlah investor ritel domestik, yang

disertai dengan pergeseran cara pandang investasi menuju kesadaran yang lebih besar terhadap investasi berkelanjutan (*green investment*). Kombinasi antara peningkatan pemahaman literasi keuangan digital dan peningkatan regulasi OJK yang lebih ketat terkait laporan keberlanjutan menjadikan periode ini sangat cocok untuk menganalisis reaksi pasar.

Data penelitian menggunakan data sekunder kuantitatif bersifat historis dan dapat diuji secara objektif. Data tersebut diambil dari dokumen resmi yang diterbitkan oleh masing-masing emiten, yakni Laporan Tahunan (*Annual Report*) dan Laporan Keberlanjutan (*Sustainability Report*). Dokumen-dokumen ini menjadi alat utama untuk mengonfirmasi tingkat pengungkapan dan kepatuhan ESG perusahaan. Selain itu, peneliti mengumpulkan data historis perdagangan saham harian dan laporan keuangan dari situs resmi (www.idx.co.id) secara mendetail. Sebagai langkah tambahan untuk validasi, peneliti juga menggunakan platform penyedia data keuangan global yang terpercaya, seperti *Yahoo Finance*, untuk memastikan keakuratan data pergerakan volume saham selama masa pengamatan. Metode yang diterapkan ialah *purposive sampling*. Metode ini menyaring populasi berdasarkan serangkaian kriteria yang telah ditetapkan. Proses penyaringan sampel dari populasi hingga menjadi data observasi final dijelaskan secara sistematis dalam di bawah ini:

Tabel 4. 1 Kriteria Pemilihan Sampel

No	Keterangan	Jumlah
	Perusahaan yang terdaftar (atau pernah terdaftar) dalam Indeks IDX HIDIV20 di Bursa Efek Indonesia selama periode 2022–2025.	80
Pengambilan sampel berdasarkan kriteria (<i>purposive sampling</i>).		
1.	Perusahaan tidak pernah sekurang-kurangnya satu kali menjadi konstituen Indeks ESG <i>Sector Leaders</i> IDX KEHATI pada periode pengamatan 2022–2025.	(1)
2.	Perusahaan yang tidak menerbitkan Laporan Tahunan dan Laporan Keberlanjutan serta menyajikan data secara lengkap terkait variabel-variabel penelitian (<i>profitabilitas</i> , ukuran perusahaan, dan <i>leverage</i>). secara berturut-turut selama periode 2022-2025.	0
3.	Emiten tidak mengalami penghapusan dari bursa saham (<i>delisting</i>) sepanjang waktu yang dianalisis dalam penelitian ini.	0
4.	Perusahaan yang tidak menggunakan mata uang Rupiah (IDR) dalam pelaporan keuangannya.	(4)
Sampel Penelitian		75
Jumlah Outlier		0
Jumlah Sampel		75

Sumber: Hasil data diolah tahun 2026

Berdasarkan Tabel 4.1, tahap penyaringan dimulai dengan melihat jumlah keseluruhan perusahaan yang terdaftar di Indeks IDX HIDIV20, yaitu 80 observasi untuk periode 2022–2025. Proses eliminasi dilakukan dengan mengikuti kriteria *purposive sampling*.

Satu perusahaan dihapus dari daftar karena tidak pernah masuk sebagai anggota Indeks ESG *Sector Leaders* IDX KEHATI selama periode pengamatan itu. Semua emiten yang tersisa terbukti konsisten dalam menerbitkan Laporan Tahunan dan Laporan Keberlanjutan serta tidak mengalami *delisting*, sehingga tidak ada eliminasi di aspek ini, serta telah menyediakan data lengkap untuk variabel penelitian (tanpa eliminasi). Empat perusahaan dikeluarkan dari sampel karena tidak menerbitkan informasi keuangan dalam mata uang Rupiah (IDR).

Setelah melalui tahap seleksi dan pengurangan ini, jumlah sampel untuk penelitian adalah sebanyak 75 sampel. Karena tidak ada data pencilan yang ditemukan, jumlah akhir sampel yang siap untuk dianalisis dan diuji secara statistik tetap 75 sampel.

Tabel 4. 2 Daftar Perusahaan yang Menjadi Sampel

No	Kode Perusahaan	Nama Perusahaan
1	ANTM	PT Aneka Tambang Tbk
2	ADMF	PT Adira Dinamika Multi Finance Tbk
3	BBCA	PT Bank Central Asia Tbk
4	BBNI	PT Bank Negara Indonesia (Persero) Tbk
5	BBRI	PT Bank Rakyat Indonesia (Persero) Tbk
6	BMRI	PT Bank Mandiri (Persero) Tbk
7	CPIN	PT Charoen Pokphand Indonesia Tbk
8	HEXA	PT Hexindo Adiperkasa Tbk
9	HMSP	PT Hanjaya Mandala Sampoerna Tbk
10	ITMG	PT Indo Tambangraya Megah Tbk
11	INDF	PT Indofood Sukses Makmur Tbk
12	KLBF	PT Kalbe Farma Tbk
13	PTBA	PT Bukit Asam Tbk
14	TLKM	PT Telkom Indonesia (Persero) Tbk
15	TOWR	PT Sarana Menara Nusantara Tbk
16	UNTR	PT United Tractors Tbk
17	UNVR	PT Unilever Indonesia Tbk
18	ASII	PT Astra International Tbk
19	MPMX	PT Mitra Pinasthika Mustika Tbk
20	AMRT	PT Sumber Alfaria Trijaya Tbk
21	BJBR	PT Bank Pembangunan Daerah Jawa Barat dan Banten Tbk
22	BJTM	PT Bank Pembangunan Daerah Jawa Timur Tbk
23	BNGA	PT Bank CIMB Niaga Tbk
24	ICBP	PT Indofood CBP Sukses Makmur Tbk
25	INKP	PT Indah Kiat Pulp & Paper Tbk
26	SMGR	PT Semen Indonesia (Persero) Tbk
27	ACES	PT Aspirasi Hidup Indonesia Tbk
28	AKRA	PT AKR Corporindo Tbk
29	JPFA	PT Japfa Comfeed Indonesia Tbk
20	PGAS	PT Perusahaan Gas Negara Tbk
31	SIDO	PT Industri Jamu dan Farmasi Sido Muncul Tbk

Sumber: Hasil data diolah tahun 2026

4.2 Statistika Deskriptif

Analisis pengujian statistik deskriptif bertujuan dalam mengevaluasi nilai paling rendah (*minimum*), tinggi (*maksimum*), rata-rata (*mean*), serta nilai deviasi standar (*std*) pada suatu variabel. Analisis pengujian statistik deskriptif bermanfaat guna memberikan informasi secara singkat dari data yang diteliti.

Tabel 4. 3 Hasil Uji Statistik Deskriptif

Variabel	Obs	Mean	Std. Deviasi	Minimum	Maksimum
TVA (Y)	75	0.4677	0.4432	0.0040	1.7380
Keanggotaan ESG (X)	75	0.6400	0.4832	0.0000	1.0000
ROA	75	0.1324	0.1110	0.0200	0.3900
DER	75	2.3349	2.4918	0.0600	7.8800
Size	75	33.0379	1.5740	29.8400	36.0100

Sumber: Hasil *output* Stata 17, diolah peneliti, 2026.

Mengacu pada tabel 4.3 dengan jumlah 75 observasi perusahaan, berikut merupakan gambaran mengenai karakteristik dalam variabel penelitian:

1. Variabel Minat Investor (TVA) menunjukkan nilai rata-rata (*mean*) 0,4677. Angka terendah (*minimum*) tercatat mencapai 0,0040, sedangkan angka tertinggi (*maximum*) mencapai 1,7380. Adapun nilai standar deviasi yakni 0,4432 mencerminkan data TVA berada pada tingkat variasi tinggi antar perusahaan dan masa pengamatan. Rata-rata yang cenderung mendekati standar deviasi mencerminkan minat investor yang diproksikan dengan *Trading Volume Activity* (TVA) mengalami perbedaan yang cukup signifikan pada masing-masing perusahaan sampel.
2. Variabel Keanggotaan ESG *Sector Leaders* IDX KEHATI (ESG) yang diukur menggunakan variabel dummy memiliki nilai rata-rata (*mean*)

sebesar 0,6400 dengan standar deviasi sebesar 0,4832. Angka *minimum* mencapai 0 serta *maximum* yakni 1 mengindikasikan terdapat perusahaan yang tidak tergabung maupun yang tergabung dalam indeks ESG *Sector Leaders* IDX KEHATI. Angka rata-rata senilai 0,6400 mencerminkan bahwa sekitar 64% observasi merupakan perusahaan yang menjadi anggota ESG *Sector Leaders* IDX KEHATI selama periode penelitian.

3. Variabel Profitabilitas (ROA) mempunyai nilai rata-rata (*mean*) yakni 0,1324 dengan standar deviasi sebesar 0,1110. Angka minimum tercatat mencapai 0,0200, sedangkan angka maksimum yakni 0,3900. Tingkat penyebaran data yang lebih kecil dibandingkan rata-rata yang mencerminkan tingkat profitabilitas perusahaan sampel relatif stabil dan menunjukkan sebaran data yang relatif dekat dengan nilai rata-rata.
4. Variabel Leverage (DER) menunjukkan nilai rata-rata (*mean*) yakni 2,3349 dengan standar deviasi sebesar 2,4918. Angka minimum mencapai 0,0600 dan nilai maksimum senilai 7,8800 mencerminkan variasi tingkat penggunaan utang yang relatif tinggi antar perusahaan dalam sampel penelitian. Nilai penyebaran data yang lebih tinggi daripada rata-ratanya mengindikasikan data DER memiliki penyebaran yang cukup tinggi sehingga terdapat variasi leverage yang signifikan di antara perusahaan sampel.
5. Variabel Ukuran Perusahaan (Ln Aset) memiliki nilai rata-rata (*mean*) yakni 33,0379 dengan standar deviasi 1,5740. Nilai minimum tercatat

yaitu 29,8400, sedangkan nilai maksimum mencapai 36,0100. Rendahnya nilai standar deviasi dibandingkan rata-ratanya mengindikasikan ukuran perusahaan pada sampel penelitian cenderung homogen, sehingga memiliki tingkat keseragaman yang signifikan antarperusahaan.

4.3 Hasil Analisis Data

4.3.1 Pemilihan Model Estimasi

Tahapan awal sebelum melakukan pengujian regresi data panel yaitu dilaksanakan pengujian dalam menentukan model regresi terbaik di antara *Common Effect Model* (CEM), *Fixed Effect Model* (FEM), serta *Random Effect Model* (REM). Model regresi ditentukan melibatkan Uji Chow, Uji *Lagrange Multiplier* (LM), serta Uji Hausman yakni sebagai berikut :

4.3.1.1 Uji Chow

Tabel 4. 4 Hasil Uji Chow

F-Statistik	11.23
Probabilitas (P-Value)	0.0000

Berdasarkan tabel 4.4 di atas, hasil pengujian Uji Chow menunjukkan nilai F-statistic sebesar 11,23 dengan nilai probabilitas (Prob > F) sebesar 0,0000. Karena nilai probabilitas tersebut lebih kecil dari tingkat signifikansi yang ditentukan yaitu 0,05 ($0,0000 < 0,05$), maka H_0 ditolak dan H_1 diterima. Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa terdapat perbedaan karakteristik yang signifikan antar perusahaan sampel, sehingga pendekatan *Fixed Effect Model* (FEM) lebih tepat digunakan dibandingkan *Common Effect Model* (CEM). Karena model FEM

terpilih pada pengujian ini, maka analisis selanjutnya dilanjutkan dengan melakukan Uji *Hausman* untuk membandingkan kelayakan antara model FEM dengan *Random Effect Model* (REM).

4.3.1.2 Uji Hausman

Tabel 4. 5 Hasil Uji Hausman

<i>Effect Test</i>	Prob.
Chi-Square	12.62
Prob > Chi-Square	0.0133

Sumber: Hasil output Stata 17, diolah peneliti, 2026.

Merujuk pada hasil Uji Hausman tabel 4.5, dihasilkan angka probabilitas senilai 0,0133, nilai tersebut relatif kecil dibandingkan batas signifikansi yakni 0,05. Maka dari itu, H_0 ditolak dan H_1 diterima. Dari hasil tersebut, ditunjukkan model yang lebih sesuai dalam penelitian ini yaitu *Fixed Effect Model* (FEM) dibandingkan *Random Effect Model* (REM). Oleh karena itu, ketidaksamaan karakteristik pada perusahaan dianggap memiliki pengaruh terhadap model yang digunakan.

Menurut hasil dari pemilihan model regresi data panel, penelitian ini menetapkan *Fixed Effect Model* (FEM) dalam model estimasi akhir yang digunakan untuk menguji pengaruh keanggotaan ESG *Sector Leaders* IDX KEHATI terhadap minat investor dengan profitabilitas, *leverage*, serta ukuran perusahaan sebagai variabel kontrol sehingga tidak perlu melakukan tambahan uji *Lagrange Multiplier* (LM) untuk menentukan model regresi.

4.3.2 Uji Asumsi Klasik

Random Effect Model (REM) memanfaatkan *Generalized Least Square* (GLS), *Common Effect Model* (CEM) dan *Fixed Effect Model* (FEM) menerapkan metode

Ordinary Least Square (OLS). Metode GLS dianggap mampu mengurangi masalah heteroskedastisitas serta autokorelasi, sehingga dalam model REM tidak memerlukan uji asumsi klasik secara menyeluruh seperti yang dilakukan pada model berbasis OLS. Natasya & Muharam (2024) mengungkapkan bahwa salah satu keuntungan dari metode GLS adalah tidak diwajibkannya untuk memenuhi semua asumsi klasik dalam model regresi data panel. Di samping itu, Septianingsih (2022) juga menekankan bahwa pengujian asumsi klasik lebih diarahkan pada model CEM dan FEM, sementara REM lebih fleksibel karena memanfaatkan estimasi GLS.

Walaupun begitu, studi ini masih melakukan pengujian multikolinearitas guna mengetahui adanya hubungan tiap variabel independen dalam model regresi. Selain itu, pengujian heteroskedastisitas juga dilakukan guna melihat ketidaksamaan varians residual yang terjadi dalam observasi penelitian ini.

4.3.2.1 Uji Normalitas

Asumsi normalitas menyatakan bahwa nilai galat (*error term*) berdistribusi normal, yang sangat krusial untuk penarikan kesimpulan pada sampel kecil.

Tabel 4. 6 Hasil Uji Normalitas

Obs	Pr (skewness)	Pr (kurtosis)	Adj Chi2(2)	Prob>chi2
75	0.2172	0.0046	8.38	0.0151

Berdasarkan hasil uji normalitas menggunakan *Skewness/Kurtosis Test* (*sktest*) terhadap residual model, diperoleh nilai Prob > chi2 sebesar 0,0151, yang lebih kecil dari tingkat signifikansi 0,05. Hasil tersebut menunjukkan bahwa residual tidak berdistribusi normal sehingga secara statistik asumsi normalitas tidak

terpenuhi. Namun demikian, dalam penelitian ini analisis dilakukan menggunakan regresi data panel dengan pendekatan *Fixed Effect Model* (FEM). Pada model FEM, normalitas residual bukan merupakan syarat utama untuk memperoleh estimator yang konsisten dan tidak bias. Asumsi normalitas lebih diperlukan untuk kepentingan inferensi statistik, khususnya pada ukuran sampel yang relatif kecil.

Namun, Gujarati & Porter (2009) menyatakan bahwa berdasarkan *Central Limit Theorem* (CLT), seiring dengan bertambah besarnya ukuran sampel (menuju tak terhingga), estimator OLS akan secara asimtotik berdistribusi normal tanpa memandang bagaimana bentuk distribusi asli dari galatnya. Karena penelitian ini menggunakan sampel besar dengan total 75 observasi, pemenuhan asumsi normalitas secara ketat dapat dilonggarkan.

4.3.2.2 Uji Multikolinearitas

Uji multikolinearitas dilakukan guna melihat korelasi tiap variabel independen dalam penelitian ini. Model regresi yang ideal mencerminkan tingkat korelasi yang rendah antara variabel bebas, sehingga dampak dari masing-masing variabel dapat dijelaskan dengan jelas dan akurat. Menurut Ghazali, H, (2021), multikolinearitas yang tinggi dapat membuat model regresi kesulitan dalam menjelaskan pengaruh tiap variabel independen pada variabel dependen.

Pengujian multikolinearitas menggunakan bantuan perangkat lunak Stata 17 melalui analisis *Variance Inflation Factor* (VIF). Nilai $VIF < 10$ serta nilai *tolerance* $> 0,10$ maka model dianggap ideal. Sebaliknya, jika nilai VIF melebihi angka 10, maka model penelitian tersebut menunjukkan gejala multikolinearitas. Berikut adalah hasil pengujian multikolinearitas dengan menggunakan metode VIF:

Tabel 4. 7 Hasil Uji Multikolinearitas

Variabel	VIF	1/VIF
ESG (X)	1.20	0.832387
ROA	1.14	0.879414
DER	1.84	0.544255
Ln Aset	1.94	0.516608
Mean VIF	1.53	

Sumber: Hasil output Stata 17, diolah peneliti, 2026

Mengacu pada tabel 4.7, hasil uji menunjukkan tidak adanya multikolinearitas. Hal ini dibuktikan dari nilai *Variance Inflation Factor* (VIF) di bawah 10. Variabel Ln Aset memiliki nilai VIF tertinggi sebesar 1,94, diikuti oleh DER sebesar 1,84, ESG sebesar 1,20, serta ROA sebesar 1,14. Di samping itu, *Mean VIF* yang diperoleh yakni 1,53 menunjukkan nilai yang lebih rendah dari batas umum sebagai indikator dalam mendeteksi adanya multikolinearitas.

Hasil tersebut menunjukkan bahwa hubungan tiap variabel independen di model penelitian terbebas dari tingkat korelasi yang tinggi. Oleh karena itu, dapat disimpulkan bahwa model regresi yang diterapkan tidak mengalami masalah multikolinearitas, sehingga variabel independen ideal untuk diteliti lebih lanjut dalam pengujian hipotesis.

4.3.2.3 Uji Heteroskedastisitas

Uji heteroskedastisitas digunakan dalam melihat perbedaan varians residual model regresi. Model yang terbebas dari heteroskedastisitas merupakan indikator model regresi tersebut ideal. Dalam penelitian ini, uji heteroskedastisitas dilakukan menggunakan uji *Breusch–Pagan/Cook–Weisberg*.

Tabel 4. 8 Hasil Uji Heteroskedastisitas

<i>Breusch–Pagan/Cook–Weisberg test</i>	Prob.
chi2(1)	11.04
Prob > chi2	0.0006

Sumber: Hasil output Stata 17, diolah peneliti, 2026

Mengacu pada tabel 4.8, uji *Breusch–Pagan/Cook–Weisberg test* yang memperoleh nilai Prob > chi2 yakni 0,0006, nilai tersebut relatif kecil dibandingkan batas signifikansi 0,05 sehingga model regresi dalam penelitian ini menunjukkan masalah heteroskedastisitas. Hasil tersebut mengindikasikan varians residual antar observasi tidak stabil, menandakan belum terpenuhinya salah satu asumsi klasik dalam regresi.

Ghozali, (2021) menyatakan bahwa terjadinya heteroskedastisitas mengakibatkan varians residual tidak stabil. Hal ini memengaruhi keakuratan hasil taksiran model regresi. Oleh karena itu, diperlukan metode penyesuaian agar hasil estimasi tetap dapat dipercaya dan diterapkan sebagai acuan dalam pengambilan temuan penelitian.

Dalam mengatasi permasalahan ini, dapat memanfaatkan *robust standard error* pada taksiran regresi data panel. Penggunaan metode memiliki tujuan dalam memperoleh tingkat standar *error* yang akurat terhadap pelanggaran asumsi heteroskedastisitas, sehingga hasil estimasi koefisien regresi tetap konsisten dan memiliki tingkat reliabilitas yang lebih baik.

Hoechle (2007) menjelaskan bahwa penerapan *robust standard error* pada model regresi data panel mampu meningkatkan keakuratan estimasi dengan mengurangi dampak pelanggaran asumsi, baik yang disebabkan oleh

heteroskedastisitas maupun autokorelasi. Dengan demikian, penggunaan metode tersebut dapat membantu menghasilkan inferensi statistik yang lebih valid.

Berdasarkan hal tersebut, meskipun model penelitian terindikasi mengalami heteroskedastisitas, penerapan *robust standard error* pada *Fixed Effect Model* (FEM) dinilai mampu memperbaiki perhitungan standar error sehingga hasil regresi tetap layak dimanfaatkan dalam pengujian hipotesis dan analisis lebih lanjut dalam kajian ini.

4.3.3 Pengujian Hipotesis

4.3.3.1 Analisis Regresi Linear Berganda Data Panel

Analisis regresi linear berganda digunakan guna mengetahui pengaruh Keanggotaan ESG *Sector Leaders* IDX KEHATI terhadap Minat Investor dengan Profitabilitas (ROA), *Leverage* (DER), serta Ukuran Perusahaan (Ln Aset) sebagai variabel kontrol. Berdasarkan hasil pemilihan model regresi data panel melalui Uji Chow dan Uji Hausman, model yang paling sesuai yakni *Fixed Effect Model* (FEM). Selain itu, karena model terindikasi mengalami heteroskedastisitas, estimasi regresi dilakukan menggunakan *robust standard error* agar hasil pengujian lebih konsisten dan reliabel. Berikut merupakan hasil analisis regresi linear berganda data panel, yaitu:

Tabel 4. 9 Hasil Uji Regresi Linear Berganda

Variabel	Koefisien	Robust Std. Error	t	Probabiliitas
Keanggotaan ESG	0.0052964	0.0073618	0.72	0.477
ROA	-0.3810774	0.3700710	-1.03	0.310
DER	0.0419194	0.0247845	1.69	0.100
Ln Aset	0.1939409	0.0532249	3.64	0,001
Konstanta	-5.9904750	1.7647680	-3.39	0.002

Sumber: Hasil output Stata 17, diolah peneliti, 2026

Merujuk hasil estimasi regresi yang ditampilkan, dihasilkan persamaan regresi yaitu:

$$TVA = -5.9905 + 0.0053ESG - 0.3811ROA + 0.0419DER + 0.1939LnAset + e$$

Nilai konstanta yaitu -5,990475 mengindikasikan bahwa jika variabel Keanggotaan ESG *Sector Leaders* IDX KEHATI (ESG), Profitabilitas (ROA), *Leverage* (DER), serta Ukuran Perusahaan (Ln Aset) dianggap bernilai nol atau konstan, nilai Minat Investor yang diproksikan dengan *Trading Volume Activity* (TVA) diperkirakan sebesar -5,990475. Meskipun secara praktis kondisi seluruh variabel bernilai nol sulit terjadi, nilai konstanta tetap diperlukan untuk membentuk persamaan regresi.

Koefisien ESG dengan nilai positif menunjukkan terdapat keterkaitan positif antara keanggotaan ESG serta minat investor. Hal ini berarti perusahaan yang tergabung dalam ESG *Sector Leaders* IDX KEHATI relatif mempunyai besaran TVA yang lebih tinggi yakni 0,005296 dibandingkan dengan perusahaan yang tidak tergabung dalam indeks tersebut, tanpa adanya perubahan pada variabel lainnya. Walaupun demikian, hasil signifikansi menunjukkan korelasi tersebut belum terbukti secara statistik.

Koefisien ROA dengan nilai negatif menunjukkan perbedaan arah hubungan antara profitabilitas dan minat investor. Hal ini diperkirakan satuan kenaikan ROA dapat menurunkan besaran TVA senilai 0,381077 dengan asumsi variabel lainnya tetap. Hasil ini mengindikasikan bahwa peningkatan profitabilitas perusahaan belum tentu berkorelasi dengan peningkatan aktivitas perdagangan saham perusahaan tersebut selama periode penelitian.

Nilai koefisien DER yang positif mengindikasikan kenaikan satuan *leverage* dapat meningkatkan besaran TVA senilai 0,041919 dengan asumsi variabel lainnya konstan. Temuan ini menunjukkan adanya peningkatan penggunaan utang perusahaan cenderung berkaitan dengan meningkatnya minat investor. Namun, pengaruh signifikan tersebut belum bisa dibuktikan secara statistik.

Koefisien ukuran perusahaan dengan nilai positif melibatkan kenaikan satuan Ln Aset dapat meningkatkan besaran TVA senilai 0,193941 dengan asumsi variabel lainnya tetap. Temuan ini menunjukkan perusahaan tingginya total aset yang dimiliki perusahaan maka semakin besar pula perhatian yang diberikan investor, yang pada akhirnya dapat meningkatkan aktivitas perdagangan saham. Selain itu, ukuran perusahaan menjadi satu-satunya variabel yang berpengaruh signifikan terhadap minat investor dalam penelitian ini.

4.3.3.2 Uji Parsial T

Uji statistik t menunjukkan hubungan tiap variabel independen secara parsial dalam menjelaskan variabel dependen dengan pendekatan *robust standard error*. Penggunaan *robust standard error* dilakukan karena model regresi sebelumnya mengalami heteroskedastisitas sehingga diperlukan koreksi standar *error* agar hasil estimasi menjadi lebih konsisten dan efisien. Berikut hasil uji t pada model regresi:

Tabel 4. 10 Hasil Uji T (Parsial)

Variabel	Koefisien	Robust Std. Error	t	Probabilitas
Keanggotaan ESG	0.0052964	0.0073618	0.72	0.477
ROA	-0.3810774	0.3700710	-1.03	0.310
DER	0.0419194	0.0247845	1.69	0.100
SIZE	0.1939409	0.0532249	3.64	0.001
Konstanta	-5.9904750	1.7647680	-3.39	0.002

Hasil output Stata 17, diolah peneliti, 2026.

Berdasarkan hasil uji t, dapat diketahui bahwa variabel ESG memiliki koefisien positif sebesar 0,0052964 dengan nilai probabilitas 0,477, sehingga tidak berpengaruh signifikan terhadap minat investor. ROA juga menunjukkan koefisien negatif sebesar -0,3810774 dengan probabilitas 0,310, yang berarti tidak berpengaruh signifikan. Sementara itu, DER memiliki koefisien positif sebesar 0,0419194 dengan probabilitas 0,100; pada taraf signifikansi 5% hasil ini juga belum signifikan.

Berbeda dengan ketiga variabel tersebut, *Size* memiliki koefisien positif sebesar 0,1939409 dan nilai probabilitas 0,001, sehingga berpengaruh positif dan signifikan terhadap minat investor. Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa ukuran perusahaan merupakan satu-satunya variabel yang terbukti memengaruhi minat investor secara signifikan dalam model penelitian ini, sedangkan ESG, ROA, dan DER belum menunjukkan pengaruh yang signifikan.

4.3.3.3 Uji Koefisien Determinasi (R^2)

Uji koefisien determinasi (R^2) diuji dalam mengetahui besarnya kemampuan variabel independen guna menjelaskan variabel dependen dalam model penelitian. Berikut adalah pengujian koefisien determinasi dalam penelitian ini.

Tabel 4. 11 Hasil Uji Koefisien Determinasi (R^2)

R-Square (Within)	0.4905
R-Square (Between)	0.0133
R-Square (Overall)	0.0367

Sumber: Hasil output Stata 17, diolah peneliti, 2026

Merujuk pada hasil pengujian koefisien determinasi (R^2) dalam tabel 4.11, dihasilkan angka *R-Square (Within)* senilai 0,4905. Hal tersebut menjelaskan variabel Keanggotaan ESG *Sector Leaders* IDX KEHATI, Profitabilitas (ROA),

Leverage (DER), serta Ukuran Perusahaan (Ln Aset) dapat menerangkan variasi Minat Investor yang diproksikan dengan *Trading Volume Activity* (TVA) sebesar 49,05%. Sementara itu, sisanya sebesar 50,95% dijelaskan oleh faktor-faktor lain di luar model penelitian yang tidak dimasukkan dalam analisis.

Maka dari itu, model penelitian dapat dikatakan cukup representatif dalam menerangkan perubahan minat investor yang menjadi objek penelitian.

4.3.3.4 Uji F

Uji simultan (Uji F) diterapkan guna mengetahui pengaruh variabel independen secara simultan pada variabel dependen dalam model penelitian. Melalui pendekatan *Fixed Effect Model* (FEM) dan menggunakan *robust standard error*, pengujian simultan dilakukan ditinjau dari nilai *F-statistic* dan $\text{Prob} > F$. Berikut merupakan hasil Uji Simultan (Uji F) pada penelitian ini.

Tabel 4. 12 Hasil Uji simultan (Uji F)

F(4,34)	16.23
Prob > F	0.0000

Sumber: Hasil output Stata 17, diolah peneliti, 2026

Merujuk pada tabel 4.12, dihasilkan angka *F-statistic* senilai 16,23 dengan hasil $\text{Prob} > F$ sebesar 0,0000. Nilai probabilitas ini relatif kecil dibandingkan batas signifikansi 5% (0,05), sehingga dapat dikatakan H_0 ditolak dan H_1 diterima.

Hasil pengujian tersebut menjelaskan variabel Keanggotaan ESG *Sector Leaders* IDX KEHATI, Profitabilitas (ROA), *Leverage* (DER), dan Ukuran Perusahaan (Ln Aset) secara simultan berpengaruh pada Minat Investor yang diproksikan dengan *Trading Volume Activity* (TVA).

Dengan demikian, model regresi yang digunakan dalam penelitian ini dinilai mampu menjelaskan hubungan antara variabel independen dan variabel dependen secara keseluruhan. Di samping itu, hasil tersebut menerangkan kombinasi variabel dalam model memiliki kontribusi guna menjelaskan perubahan minat investor pada perusahaan yang menjadi objek penelitian.

4.4 Interpretasi Hasil

Bagian ini memaparkan hasil analisis berdasarkan teknik yang diterapkan dalam penelitian. Berdasarkan hal tersebut, interpretasi hasil berisi landasan teori dan temuan penelitian sebelumnya, dengan tujuan memberikan penjelasan terhadap masalah yang telah ditetapkan.

4.4.1 Pengaruh Keanggotaan Indeks ESG *Sector Leaders* IDX KEHATI terhadap Minat Investor

Hasil pengujian regresi data panel menggunakan *Fixed Effect Model* (FEM) dengan *robust standard error*, dihasilkan angka koefisien variabel Keanggotaan Indeks ESG *Sector Leaders* IDX KEHATI sebesar 0,0052964 dengan nilai probabilitas yaitu 0,477, lebih tinggi dibanding tingkat signifikansinya. Maka dapat dinyatakan bahwa Keanggotaan Indeks ESG *Sector Leaders* IDX KEHATI tidak memiliki pengaruh pada Minat Investor. Maka dari itu, hipotesis ditolak.

Berdasarkan *signaling theory* yang dikemukakan oleh Spence (1973), perusahaan dapat memberikan sinyal kepada investor melalui berbagai informasi yang dipublikasikan kepada pasar. Salah satu sinyal positif tersebut adalah keanggotaan perusahaan dalam Indeks ESG *Sector Leaders* IDX KEHATI. Keanggotaan tersebut menunjukkan bahwa perusahaan telah memenuhi kriteria

tertentu meliputi aspek lingkungan (*environmental*), sosial (*social*), dan tata kelola perusahaan (*governance*). Secara teoritis, informasi tersebut diharapkan mampu menciptakan persepsi positif di kalangan investor sehingga ketertarikan untuk berinvestasi semakin meningkat.

Meskipun demikian, hasil penelitian menyatakan sinyal yang diberikan melalui keanggotaan ESG belum mampu memengaruhi minat investor secara signifikan. Temuan tersebut menunjukkan bahwa informasi ESG belum menjadi faktor dominan yang diperhatikan investor dalam menentukan keputusan investasi. Investor cenderung mempertimbangkan faktor-faktor yang berkaitan langsung dengan potensi keuntungan investasi, seperti kinerja keuangan, prospek pertumbuhan perusahaan, serta kondisi pasar modal secara umum.

Dari perspektif *stakeholder theory* yang dikemukakan Freeman (1984), menyatakan perusahaan perlu memperhatikan kepentingan tidak hanya pemegang saham, tetapi juga berbagai pemangku kepentingan yang terdampak oleh kegiatan operasional perusahaan. Implementasi ESG merupakan salah satu bentuk komitmen perusahaan terhadap berbagai pihak terkait, yaitu investor, karyawan, masyarakat, pemerintah, serta lingkungan. Melalui penerapan prinsip ESG, perusahaan diharapkan mampu menciptakan nilai jangka panjang dan meningkatkan kepercayaan para stakeholder, termasuk investor.

Akan tetapi, hasil menyatakan upaya perusahaan dalam mengimplementasikan praktik ESG secara komprehensif tercermin melalui keanggotaan dalam Indeks ESG *Sector Leaders* IDX KEHATI belum mendorong peningkatan signifikan terhadap minat investor. Situasi tersebut mencerminkan sebagian investor masih

lebih berorientasi pada informasi keuangan dibandingkan informasi non-keuangan yang mendukung keberlanjutan perusahaan.

Temuan penelitian selaras dengan penelitian Saripah et al., (2024) yang menegaskan tidak seluruh aspek ESG memengaruhi penilaian investor secara signifikan. Temuan mengindikasikan investor belum sepenuhnya mempertimbangkan seluruh informasi ESG dalam proses pengambilan keputusan investasi. Di samping itu, penelitian Rosyid et al., (2024) menyebutkan bahwa investor masih lebih memperhatikan kinerja keuangan perusahaan dibandingkan informasi keberlanjutan. Penelitian tersebut mengungkapkan bahwa investor cenderung memberikan perhatian yang lebih besar terhadap profitabilitas perusahaan daripada informasi yang disajikan dalam *sustainability report*.

Temuan penelitian selaras dengan penelitian Kesuma et al., (2025) yang menjelaskan perilaku investor ritel di Indonesia masih dipengaruhi oleh keterbatasan perhatian (*limited attention*) dan kecenderungan mengikuti perilaku investor lain (*herding behavior*). Akibatnya, investor cenderung lebih fokus pada informasi yang dianggap mampu menghasilkan keuntungan jangka pendek dibandingkan informasi ESG yang manfaatnya lebih banyak dirasakan dalam jangka panjang.

Sementara itu, temuan penelitian ini tidak selaras dengan penelitian Dwi Nurnaningsih & Lilik Handajani (2025) yang menemukan bahwa ESG Score memengaruhi return saham perusahaan yang tergabung dalam Indeks ESG *Sector Leaders* IDX KEHATI dengan arah positif. Ketidakkonsistenan hasil penelitian diduga berasal dari penggunaan indikator variabel dependen yang berbeda.

Penelitian tersebut menggunakan return saham, sedangkan penelitian ini menggunakan *Trading Volume Activity* (TVA) sebagai proksi minat investor. Di samping itu, perbedaan periode penelitian dan karakteristik sampel juga dapat menyebabkan perbedaan hasil penelitian.

Temuan yang dihasilkan secara keseluruhan menyatakan Keanggotaan Indeks ESG *Sector Leaders* IDX KEHATI belum terbukti dalam meningkatkan minat investor secara signifikan selama periode 2022–2025. Kondisi tersebut menunjukkan bahwa faktor-faktor fundamental masih menjadi pertimbangan investor di pasar modal Indonesia dan potensi keuntungan investasi dibandingkan aspek keberlanjutan perusahaan yang tercermin melalui keanggotaan dalam indeks ESG.

4.4.2 Pengaruh Variabel Kontrol (Ukuran Perusahaan, Profitabilitas, dan Leverage) pada Minat Investor

Merujuk pada pengujian regresi data panel memanfaatkan *Fixed Effect Model* (FEM) dengan *robust standard error*, dihasilkan variabel kontrol yang terdiri dari Profitabilitas (ROA), *Leverage* (DER), serta Ukuran Perusahaan (Ln Aset) menunjukkan pengaruh yang berbeda terhadap Minat Investor yang diproksikan dengan *Trading Volume Activity* (TVA).

Variabel Profitabilitas (ROA) dengan angka koefisien sebesar -0,3810774 dan nilai probabilitas sebesar 0,310, lebih besar dari tingkat signifikansi 5% (0,05). Maka dari itu, ROA tidak berpengaruh signifikan terhadap minat investor.

Dalam *signaling theory*, profitabilitas yang tinggi merupakan sinyal positif yang menunjukkan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba dan

memberikan keuntungan kepada investor. Oleh karena itu, peningkatan profitabilitas seharusnya dapat menarik minat investor. Akan tetapi, hasil penelitian ini menunjukkan bahwa profitabilitas tidak berpengaruh signifikan terhadap minat investor, yang mengindikasikan bahwa informasi profitabilitas belum menjadi faktor utama dalam keputusan investasi investor pada perusahaan sampel.

Kondisi ini mengindikasikan bahwa pelaku investasi tidak berfokus pada kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba ketika melakukan investasi, namun memperhatikan faktor lain berupa kondisi pasar, respons investor, prospek industri, serta faktor makroekonomi yang berpengaruh terhadap keputusan investasi.

Variabel *Leverage* (DER) dengan angka koefisien sebesar 0,0419194 dan nilai probabilitas sebesar 0,100, lebih besar dari tingkat signifikansi 5%. Hal ini menunjukkan bahwa DER tidak memengaruhi minat investor secara signifikan.

Menurut *signaling theory*, struktur pendanaan perusahaan dapat berperan sebagai informasi yang digunakan investor untuk menilai tingkat risiko perusahaan. Tingkat *leverage* yang tinggi umumnya mencerminkan penggunaan utang yang lebih besar sehingga berpotensi mendorong peningkatan risiko finansial perusahaan. Akan tetapi, temuan ini menjelaskan bahwa tingkat *leverage* perusahaan belum memiliki peran yang dominan dalam memengaruhi aktivitas perdagangan saham pada perusahaan sampel selama periode penelitian.

Temuan ini menunjukkan bahwa kapasitas perusahaan dalam mengelola utang lebih menjadi pertimbangan investor dibandingkan besarnya tingkat utang yang

dimiliki. Dengan demikian, peningkatan maupun penurunan DER belum tentu memengaruhi minat investor secara langsung.

Variabel ukuran perusahaan (\ln Aset) dengan angka koefisien sebesar 0,1939409 dan nilai probabilitas sebesar 0,001, lebih kecil dari tingkat signifikansi 5% (0,05). Maka dapat disimpulkan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap minat investor.

Berdasarkan *signaling theory*, besarnya total aset perusahaan dapat dipandang sebagai sinyal positif yang mencerminkan kekuatan dan kapasitas perusahaan di mata investor mengenai stabilitas operasional, kapasitas pertumbuhan, dan potensi perusahaan guna mengatasi berbagai risiko bisnis. Maka dari itu, perusahaan yang memiliki ukuran relatif besar umumnya memperoleh tingkat kepercayaan yang lebih besar dari investor.

Selain itu, berdasarkan *stakeholder theory*, perusahaan besar cenderung memiliki cakupan hubungan yang lebih luas dengan para pemangku kepentingan dan menghadapi tuntutan yang lebih besar untuk menjaga reputasi serta kinerja perusahaan dalam jangka panjang. Kondisi tersebut dapat meningkatkan keyakinan investor terhadap prospek perusahaan di masa depan.

Temuan tersebut menjelaskan tingginya ukuran perusahaan, maka minat investor semakin besar yang tercermin melalui peningkatan *Trading Volume Activity* (TVA). Dengan demikian, ukuran perusahaan menjadi salah satu determinan yang digunakan investor dalam menilai prospek dan kelayakan investasi suatu perusahaan..

Berdasarkan hasil pengujian, hanya ukuran perusahaan (\ln Aset) yang terbukti memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap minat investor. Sementara itu, profitabilitas (ROA) dan *leverage* (DER) tidak memengaruhi minat investor secara signifikan. Temuan ini mengindikasikan bahwa investor pada perusahaan sampel lebih mempertimbangkan skala dan ukuran perusahaan dibandingkan tingkat profitabilitas maupun struktur pendanaan perusahaan dalam melakukan aktivitas investasi dalam kurun waktu penelitian.