



PUBLISHER: <https://journal.adlermanurungpress.com/>

DOI: <https://doi.org/10.63607/jcmb.v13i3>

DETERMINAN RISK PREMIUM PADA SAHAM NON-BANKING & FINANCE LQ45

Diana Prameswari^{1*}, Adler Haymans² Manurung, Jhonni Sinaga³

¹²³Universitas Bhayangkara Jakarta Raya

Email: dianaprameswari16@gmail.com^{1*}, adler.manurung@dsn.ubharajaya.ac.id²,
jhonni.sinaga@dsn.ubharajaya.ac.id³

Alamat: Jl. Raya Perjuangan No.81, RT.003/RW.002, Marga Mulya, Kec. Bekasi Utara, Kota Bks, Jawa Barat 17143.

Korespondensi Penulis: dianaprameswari16@gmail.com

Abstrak

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis pengaruh debt to equity ratio (DER), volatilitas saham, dan suku bunga terhadap risk premium pada saham perusahaan non-bank dan non-keuangan yang tergabung dalam indeks LQ45 di Bursa Efek Indonesia selama periode 2015–2024. Risk premium merupakan kompensasi tambahan yang diminta investor atas risiko investasi yang melebihi tingkat pengembalian bebas risiko. Metode data panel dengan fixed effect model (FEM), dimana pengolahannya menggunakan aplikasi EViews. Penelitian ini memberikan hasil bahwa secara simultan DER, volatilitas saham, dan suku bunga berpengaruh signifikan terhadap risk premium. Variabel DER dan suku bunga berpengaruh negatif signifikan terhadap risk premium, sementara volatilitas saham tidak berpengaruh signifikan terhadap risk premium.

Kata Kunci: *risk premium, debt to equity ratio, volatilitas saham, suku bunga, LQ45*

Abstract

This study aims to analyze the effect of debt to equity ratio (DER), stock volatility, and interest rates on the risk premium of non-bank and non-financial sector stocks listed in the LQ45 index of the Indonesia Stock Exchange during the period 2015–2024. Risk premium refers to the additional return demanded by investors for undertaking higher risk compared to the risk-free rate. This research employs Model panel data with the fixed effect model (FEM) which is , processed using EViews software. The results show that simultaneously, DER, stock volatility, and interest rates significantly affect the risk premium. Variable of DER and interest rates have a significantly negative effect on the risk premium, while stock volatility has no significant effect.

Keywords: *risk premium, debt to equity ratio, stock volatility, interest rate, LQ45.*

¹ Lulusan S1 Manajemen, Universitas Bhayangkara Jakarta Raya, dianaprameswari16@gmail.com

² Professor Capital Market and Banking, Universitas Bhayangkara Jakarta Raya

³ Dosen pada FEB, Universitas Bhayangkara Jakarta Raya

PENDAHULUAN

Risk premium merupakan kompensasi tambahan yang diminta oleh investor atas risiko investasi yang lebih tinggi dibandingkan dengan pengembalian bebas risiko. Dalam konteks pasar modal, *risk premium* mencerminkan selisih antara imbal hasil investasi saham dengan instrumen bebas risiko seperti obligasi pemerintah (Kleiberger and Zhan, 2018). Pemahaman atas *risk premium* menjadi penting dalam menyusun strategi investasi, terutama ketika volatilitas pasar meningkat (Fan, Londono and Xiao, 2022).

Indeks LQ45, yang terdiri dari saham-saham dengan likuiditas dan kapitalisasi pasar tinggi, menjadi salah satu acuan utama bagi investor di Indonesia. Namun, kajian khusus mengenai *risk premium* pada sektor non-perbankan dan non-keuangan dalam indeks ini masih terbatas. Padahal sektor ini juga terkena dampak dari dinamika makroekonomi seperti perubahan suku bunga, yang terbukti memengaruhi nilai saham dan keputusan investasi (CNN Indonesia, 2025).

Volatilitas saham merupakan salah satu indikator risiko yang sering digunakan dalam analisis *risk premium*. (Mukmin and Firmansyah, 2020) menunjukkan bahwa pengaruh volatilitas saham dapat berbeda antar indeks, menandakan perlunya pendekatan sektoral. Penelitian internasional oleh (Dahlquist and Pénasse, 2022; Fan, Londono and Xiao, 2022) juga menyoroti pentingnya risiko ekstrem dan kesalahan pengukuran dalam membentuk *risk premium*.

Selain itu, karakteristik perusahaan seperti struktur modal juga dapat memengaruhi *risk premium*. DER yang tinggi dapat meningkatkan risiko keuangan perusahaan (Ciumaş and Coca, 2015; Gusrima, Evana and Amelia, 2022). Meskipun demikian, pengaruh DER terhadap *risk premium* tidak selalu konsisten di semua sektor.

Berdasarkan kerangka teori *Capital Asset Pricing Model* (CAPM), *risk premium* juga dipengaruhi oleh faktor sistematis seperti beta saham dan suku bunga bebas risiko (Sharpe, 1964; Manurung, 2020). Dalam model ini, perubahan tingkat suku bunga akan langsung berdampak pada *expected return* dan *risk premium*. Penelitian oleh (Fernandez, Garza and Acin, 2024) juga menegaskan bahwa *risk-free rate* merupakan komponen utama dalam perhitungan *expected return*. Berbagai penelitian terdahulu (Feunou, Jahan-Parvar and Okou, 2015; Choi *et al.*, 2024; Nurmayanti *et al.*, 2024) menunjukkan bahwa volatilitas, *leverage*, dan kondisi makroekonomi berperan penting dalam membentuk premi risiko. Namun demikian, masih sedikit penelitian yang mengkaji ketiga variabel tersebut secara bersamaan pada saham non-bank dan non-keuangan di indeks LQ45.

Dengan mempertimbangkan hasil temuan-temuan dari penelitian tersebut dan kesenjangan dalam literatur Indonesia yang masih jarang mengkaji saham *non-banking* dan *finance* secara terpisah, penelitian ini menjadi penting untuk dilakukan. Oleh karena itu, penelitian ini bertujuan untuk menganalisis pengaruh *leverage* (DER), volatilitas saham, dan suku bunga terhadap *risk premium* pada saham non-perbankan dan keuangan yang terdaftar dalam indeks LQ45.

LANDASAN TEORI

Risk Premium

Salah satu konsep turunan penting dari teori ini adalah *risk premium*, yaitu selisih antara *return* yang diharapkan dari suatu aset berisiko dengan tingkat *return* dari aset bebas risiko (*risk-free rate*), seperti obligasi pemerintah atau suku bunga acuan. *Risk premium* mencerminkan kompensasi atas *non-diversifiable risk* atau *systematic risk*, yaitu risiko pasar yang tidak dapat dihilangkan meskipun melalui diversifikasi portofolio (Sharpe *et.al*, 1995).

Menurut teori *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) yang dikembangkan oleh (Sharpe, 1964; Manurung, 2020), *risk premium* juga di pengaruhi oleh beta saham, yaitu ukuran sensitivitas *return* suatu saham terhadap perubahan *return* pasar. Berdasarkan CAPM, *expected return* suatu saham dinyatakan sebagai:

$$E(R_i) = R_f + \beta_i(E(R_m) - R_f)$$

Dimana:

- $E(R_i)$: *Expected return* saham
- R_f : *Risk-free rate* (BI 7-Day Reverse Repo Rate)
- β_i : Beta saham
- $E(R_m)$: *Expected return* pasar
- $(E(R_m) - R_f)$: *Market risk premium*

Formulasi sederhana dari *risk premium* dapat dituliskan sebagai:

$$\text{Risk Premium} = \beta_i(E(R_m) - R_f)$$

Leverage

Leverage, yang diukur dengan *Debt to Equity Ratio* (DER), menggambarkan proporsi pendanaan utang terhadap ekuitas perusahaan. DER yang tinggi mencerminkan ketergantungan besar terhadap utang, yang dapat meningkatkan risiko keuangan dan memengaruhi ekspektasi *return* investor (Brigham and Houston, 2018). Meski demikian, dampaknya terhadap *risk premium* dapat bervariasi antar sektor (Ciumaş and Coca, 2015; Gusrima, Evana and Amelia, 2022).

Volatilitas Saham

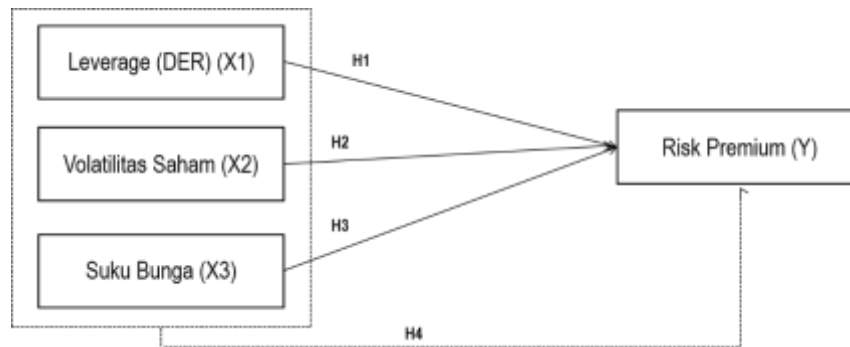
Volatilitas saham mencerminkan fluktuasi pergerakan harga saham dalam suatu periode tertentu. Secara teoritis, volatilitas yang tinggi dikaitkan dengan risiko sistematis yang tidak dapat didiversifikasi, sehingga mendorong investor menuntut *risk premium* yang lebih besar (Feunou, Jahan-Parvar and Okou, 2015; Nurmayanti *et al.*, 2024). Meskipun demikian, pengaruh volatilitas terhadap *risk premium* tidak selalu signifikan, tergantung pada konteks pasar dan jenis saham yang diteliti (Mukmin and Firmansyah, 2020).

Suku Bunga

Suku bunga merupakan salah satu instrumen kebijakan moneter yang berpengaruh langsung terhadap keputusan investasi. Dalam kerangka teori keuangan, suku bunga digunakan untuk menghitung nilai sekarang dari arus kas masa depan dan menentukan biaya modal (Mishkin and Eakins, 1984). Kenaikan suku bunga akan menurunkan nilai sekarang investasi dan meningkatkan *required return*, sehingga investor menuntut *risk premium* yang lebih tinggi sebagai kompensasi atas *opportunity cost* (Elton, Edwin, Gruber, Martin and Brown, Stephen, 2014).

Kerangka Pemikiran

Gambar 2.1 Memperlihatkan Variabel bebas Leverage (DER), Volatilitas Saham, dan Suku Bunga mempengaruhi Risk Premium. Gambar 2.1 dinyatakan kerangka pemikiran penelitian ini.



Gambar 2.1 Kerangka Pemikiran

Hipotesis

Dugaan sementara, uji kebenaran dan hubungan antar variabel adalah komponen penting dalam hipotesis. Hipotesis penelitian akan diuji mengenai apakah *Leverage* (DER), Volatilitas Saham, dan suku bunga mempengaruhi *Risk Premium*. Oleh karena itu, hipotesis penelitian dapat dirumuskan sebagai berikut:

- | | |
|---|---|
| $H_1 : \beta_1 \neq 0$ | Ada pengaruh <i>Leverage</i> (DER) terhadap <i>Risk Premium</i> pada Saham Non-Bank dan Finance di LQ45 periode 2015-2024 |
| $H_2 : \beta_2 \neq 0$ | Ada pengaruh Volatilitas Saham terhadap <i>Risk Premium</i> pada Saham Non-Bank dan Finance di LQ45 periode 2015-2024 |
| $H_3 : \beta_3 \neq 0$ | Ada pengaruh suku bunga terhadap <i>Risk Premium</i> pada Saham Non-Bank dan Finance di LQ45 periode 2015-2024 |
| $H_4 : \beta_1 \neq \beta_2 \neq \beta_3 \neq \beta_4 \neq 0$ | Ada pengaruh <i>Leverage</i> terhadap <i>Risk Premium</i> pada Saham Non-Bank dan Finance di LQ45 periode 2015-2024 |

METODOLOGI PENELITIAN

1) Pendekatan Penelitian

Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif dengan metode regresi data panel (Manurung, 2024) untuk menguji pengaruh *debt to equity ratio* (DER), volatilitas saham, dan suku bunga terhadap *risk premium* pada saham non-bank dan non-keuangan yang tergabung dalam indeks LQ45.

2) Populasi dan Sampel

Populasi merupakan keseluruhan objek yang menjadi fokus penelitian, baik bersifat manusia, benda, peristiwa, atau konsep, yang memiliki karakteristik tertentu sesuai dengan tujuan penelitian (Manurung and Budiastuti, 2019). Populasi penelitian mencakup seluruh perusahaan non-bank dan non-keuangan yang tercatat secara konsisten dalam indeks LQ45 periode 2015–2024. Teknik *purposive sampling* digunakan dengan kriteria sebagai berikut: - Terdaftar dalam indeks LQ45 minimal selama 4 tahun berturut-turut. - Tidak termasuk sektor perbankan dan keuangan. - Memiliki data lengkap atas variabel yang diteliti.

3) Jenis dan Sumber Data

Jenis data yang digunakan adalah data sekunder, yang diperoleh dari laporan tahunan emiten, situs resmi Bursa Efek Indonesia (BEI), Bank Indonesia (BI), dan sumber statistik lainnya seperti *Investing.com* dan *Yahoo Finance*.

4) Definisi dan Pengukuran Variabel

- **Risk premium (Y):** Selisih antara return saham dan risk-free rate (BI 7-Day Reverse Repo Rate).
- **DER (X1):** Rasio antara total utang dan ekuitas perusahaan.
- **Volatilitas Saham (X2):** Dihitung menggunakan standar deviasi dari return saham bulanan.

- **Suku Bunga (X3): Menggunakan suku bunga acuan Bank Indonesia (BI 7-Day Reverse Repo Rate).**

5) Teknik Analisis

Analisis data dilakukan dengan menggunakan *software* EViews 13. Model yang digunakan adalah regresi data panel dengan pendekatan *Fixed Effect Model* (FEM), yang dipilih berdasarkan hasil uji Chow dan Hausman.

Sebelum estimasi model dilakukan, beberapa uji asumsi dilakukan untuk memastikan validitas data:

- Uji Multikolinearitas - Uji Heteroskedastisitas - Uji Autokorelasi - Uji Normalitas

Model estimasi regresi dalam penelitian ini dirumuskan sebagai:

$$RP_{it} = \alpha + \beta_1 DER_{it} + \beta_2 VOL_{it} + \beta_3 IR_{it} + \varepsilon_{it}$$

Keterangan:

- RP = *Risk premium*
- DER = *Debt to Equity Ratio*
- VOL = Volatilitas saham
- IR = *Interest Rate*
- α = Konstanta
- ε = *Error term*

HASIL DAN PEMBAHASAN

Seperti diuraikan pada uraian sebelumnya bahwa penelitian ini menggunakan Model Panel Data dengan Fixed Effect Model (FEM) dimana hasilnya diperlihatkan Tabel 4.4.

Tabel 4.4 Hasil Uji Regresi Data Panel

Dependent Variable: RPM? Method: Pooled EGLS (Cross-section weights) Date: 06/23/25 Time: 19:15 Sample: 2015 2024 Included observations: 10 Cross-sections included: 30 Total pool (balanced) observations: 300 Linear estimation after one-step weighting matrix				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.258330	0.036636	7.051166	0.0000
DER?	-0.021005	0.010585	-1.984415	0.0482
VOL?	0.001290	0.001114	1.157428	0.2481
IR?	-5.168211	0.612596	-8.436571	0.0000
Fixed Effects (Cross)				
1--C	-0.027079			
2--C	-0.004189			
3--C	0.003244			
4--C	0.001894			
5--C	-0.058651			
6--C	0.008579			
7--C	0.006928			
8--C	0.006020			
9--C	-0.078567			
10--C	-0.013699			
11--C	-0.001777			
12--C	-0.020442			
13--C	0.023843			
14--C	-0.005316			
15--C	-0.015401			
16--C	-0.008410			
17--C	-0.077717			
18--C	0.001677			
19--C	0.011857			
20--C	-0.005259			
21--C	0.030109			
22--C	-0.011065			
23--C	0.040782			
24--C	0.041840			
25--C	-0.007933			
26--C	-0.027229			
27--C	0.075312			
28--C	-0.010946			
29--C	0.064750			
30--C	0.062844			
Effects Specification				
Cross-section fixed (dummy variables)				
Weighted Statistics				
R-squared	0.280633	Mean dependent var	-0.037828	
Adjusted R-squared	0.194417	S.D. dependent var	0.153159	
S.E. of regression	0.138820	Sum squared resid	5.145345	
F-statistic	3.254986	Durbin-Watson stat	2.037966	
Prob(F-statistic)	0.000000			
Unweighted Statistics				
R-squared	0.214740	Mean dependent var	-0.037700	
Sum squared resid	5.193172	Durbin-Watson stat	2.161453	

Sumber: Data Sekunder Diolah (Eviews 13, 2025)

$$RP_{i,t} = 0,258330 - 0,021005 DER_{i,t} + 0,001290 Vol_{i,t} - 5,168211 IR_{i,t}$$

Nilai konstanta sebesar 0,258330 menunjukkan bahwa apabila seluruh variabel independen (DER, Volatilitas, dan Suku Bunga) bernilai nol, maka nilai *risk premium* yang dihasilkan sebesar 0,258330. Nilai ini merepresentasikan *baseline* atau titik awal *risk premium* sebelum dipengaruhi oleh ketiga variabel independen tersebut.

Koefisien DER sebesar -0,021005 menandakan bahwa setiap kenaikan DER sebesar satu unit akan menurunkan *risk premium* sebesar 0,021005 poin, dengan asumsi variabel lain tetap. Hubungan negatif menunjukkan bahwa semakin tinggi proporsi utang terhadap ekuitas perusahaan, semakin rendah imbal hasil tambahan yang diharapkan oleh investor. Hal ini dapat mencerminkan bahwa pasar menilai struktur permodalan yang terlalu agresif (utang tinggi) sebagai sinyal risiko yang tinggi, sehingga menurunkan daya tarik investasi.

Koefisien variabel volatilitas saham adalah sebesar 0,001290, dengan nilai probabilitas 0,2481. Secara arah, koefisien ini menunjukkan hubungan positif, yang berarti bahwa peningkatan satu unit volatilitas saham akan meningkatkan *risk premium* sebesar 0,001290 poin, *ceteris paribus*. Namun demikian, karena nilai probabilitasnya melebihi tingkat signifikansi 5%, maka secara statistik hubungan ini tidak signifikan. Artinya, meskipun arah pengaruhnya positif, volatilitas saham tidak terbukti secara signifikan memengaruhi *risk premium* dalam periode dan sampel penelitian ini.

Koefisien suku bunga sebesar -5,168211, yang berarti bahwa setiap kenaikan suku bunga sebesar satu poin akan menurunkan *risk premium* sebesar 5,168211 poin, dengan asumsi variabel lainnya konstan. Koefisien ini bernilai negatif dan signifikan secara statistik ($p\text{-value} = 0,0000$), yang mengindikasikan bahwa suku bunga memiliki pengaruh yang kuat terhadap *risk premium*. Ketika suku bunga meningkat, investor cenderung mengalihkan dananya ke instrumen bebas risiko seperti deposito atau obligasi, sehingga menurunkan minat terhadap saham. Dampaknya, ekspektasi *return* tambahan dari saham (*risk premium*) juga menurun.

Uji Korelasi Antar Variabel

Tabel 4.5 Uji Korelasi Pearson

Correlation Probability	DER	VOL	I	RPM
DER	1.000000 ----			
VOL	-0.082533 0.1539	1.000000 ----		
I	-0.035196 0.5437	-0.004632 0.9363	1.000000 ----	
RPM	-0.088745 0.1251	0.015847 0.7846	-0.396232 0.0000	1.000000 -----

Sumber: Data Sekunder Diolah (2025)

Berdasarkan hasil uji korelasi *Pearson* (Nugroho, Akbar and Vusvitasari, 2008; Manurung, 2024), diperoleh informasi mengenai hubungan antara variabel independen (DER, volatilitas, suku bunga) dengan variabel dependen (*risk premium*) sebagai berikut:

Variabel X1 yang di wakikan oleh DER memiliki koefisien korelasi sebesar -0.088745 dengan nilai $p\text{-value}$ 0.1251 ($> 0,05$). Hal ini menunjukkan bahwa hubungan antara DER dan *risk premium* bersifat negatif sangat lemah dan tidak signifikan secara statistik.

Variabel X2 (Volatilitas Saham) memiliki koefisien korelasi sebesar 0.015847 dengan $p\text{-value}$ 0.7846 ($> 0,05$). Ini berarti bahwa hubungan antara volatilitas saham dan *risk premium* sangat lemah, positif, dan tidak signifikan secara statistik. Dengan kata lain, meskipun arah hubungannya positif, fluktuasi harga saham tidak terbukti memiliki keterkaitan yang berarti dengan besarnya *risk premium*.

Variabel X3 (Suku Bunga) menunjukkan koefisien korelasi sebesar -0.396232 dengan nilai $p\text{-value}$ 0.0000 ($< 0,05$). Ini menunjukkan bahwa terdapat hubungan negatif yang cukup kuat dan signifikan secara statistik antara suku bunga dan *risk premium*. Artinya, ketika suku bunga meningkat, *risk premium* cenderung menurun, yang mencerminkan preferensi investor terhadap instrumen bebas risiko ketika tingkat bunga tinggi.

Uji Asumsi Klasik

Uji asumsi klasik dalam regresi data panel umumnya meliputi beberapa pengujian penting untuk memastikan bahwa model regresi yang digunakan memenuhi asumsi dasar regresi.

Uji Normalitas

Uji normalitas dalam penelitian ini dilakukan menggunakan metode *Jarque-Bera* (JB) untuk mengetahui apakah data berdistribusi normal atau tidak. Hasil pengujian menunjukkan bahwa nilai *Jarque-Bera* dari seluruh variabel dalam penelitian ini, yaitu *Risk premium* (RPM), *Debt to Equity Ratio* (DER), Volatilitas saham (VOL), dan Suku Bunga (IR), memiliki nilai yang sangat tinggi, yakni masing-masing sebesar 225.9871, 335.1792, 36.23728, dan 19.45577. Nilai-nilai ini jauh melebihi batas kritis distribusi *chi-square* pada derajat bebas 2 dan tingkat signifikansi 5%, yaitu sebesar 5,99.

Tabel 4.6 Hasil Uji Normalitas

	RPM	DER	V	I
Jarque-Bera	225.9871	335.1792	435.8523	19.45577
Probability	0.000000	0.000000	0.000000	0.000060

Sumber: Data Sekunder Diolah (2025)

Berdasarkan hasil pengujian menggunakan metode *Jarque-Bera*, diperoleh bahwa seluruh variabel dalam model memiliki nilai probabilitas (*p-value*) di bawah tingkat signifikansi 5 persen. Secara rinci, variabel *Risk premium* (RPM) memiliki nilai *Jarque-Bera* sebesar 225,9871 dengan *p-value* 0,000000; variabel *Debt to Equity Ratio* (DER) sebesar 335,1792 dengan *p-value* 0,000000; variabel volatilitas saham sebesar 435,8523 dengan *p-value* 0,000000; serta variabel suku bunga sebesar 19,45577 dengan *p-value* 0,000060. Nilai probabilitas yang lebih kecil dari 0,05 pada seluruh variabel menunjukkan bahwa masing-masing variabel tidak berdistribusi normal secara statistik. Meskipun demikian, dalam konteks regresi data panel, asumsi normalitas bukan merupakan syarat mutlak, khususnya ketika jumlah observasi tergolong besar (300 observasi dari 30 perusahaan selama periode 2015–2024). Prinsip *Central Limit Theorem* menyatakan bahwa estimasi parameter regresi cenderung berdistribusi normal seiring bertambahnya jumlah data. Oleh karena itu, pelanggaran terhadap asumsi normalitas ini masih dapat ditoleransi, terutama jika diikuti dengan penggunaan pendekatan estimasi yang robust atau tidak sensitif terhadap distribusi data, guna menjaga keandalan dan validitas hasil analisis yang diperoleh (Gujarati and Porter, 2009).

Uji Multikolinearitas

Uji multikolinearitas dilakukan untuk memeriksa apakah terdapat hubungan linear yang kuat antar variabel independen (DER, volatilitas saham, dan suku bunga) dalam model regresi panel.

Tabel 4.7 Hasil Uji Multikolinearitas

Model		Collinearity Statistics	
		Tolerance	VIF
1	DER	,992	1,008
	VOL	,993	1,007
	INTEREST	,999	1,001

a. Dependent Variable: RPM

Sumber: Data Sekunder Diolah (2025)

Hasil pengujian menunjukkan bahwa seluruh variabel independen, yaitu DER, volatilitas saham (VOL), dan suku bunga, memiliki nilai *tolerance* yang mendekati 1, masing-masing sebesar 0,992; 0,993; dan 0,999. Sementara itu, nilai *Variance Inflation Factor* (VIF) juga sangat rendah, yaitu 1,008 untuk DER, 1,007 untuk volatilitas, dan 1,001 untuk suku bunga. Berdasarkan kriteria umum, multikolinearitas dianggap bermasalah apabila nilai *tolerance* < 0,10 atau nilai VIF > 10. Dengan demikian, hasil ini mengindikasikan bahwa tidak terdapat masalah multikolinearitas dalam model, sehingga variabel-variabel independen dapat digunakan secara simultan dalam analisis regresi tanpa menimbulkan distorsi akibat hubungan antarvariabel.

Uji Heteroskedastisitas

Tabel 4.8 Hasil Uji Heteroskedastisitas

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.258330	0.036636	7.051166	0.0000
DER?	-0.021005	0.010585	-1.984415	0.0482
VOL?	0.001290	0.001114	1.157428	0.2481
IR?	-5.168211	0.612596	-8.436571	0.0000

Sumber: Data Sekunder Diolah (2025)

Model panel data dengan metode *Pooled EGLS (Cross-section weights)* digunakan dalam mengestimasi koefisien model. Metode ini diterapkan untuk mengatasi permasalahan heteroskedastisitas, yaitu kondisi di mana varians residual tidak konstan antar observasi. Dengan memberikan bobot yang sesuai pada setiap *cross-section*, metode ini membantu menstabilkan varians *error* sehingga menghasilkan estimasi parameter yang lebih efisien dan dapat diandalkan.

Hasil pengujian menunjukkan bahwa model regresi tidak mengalami gejala heteroskedastisitas. Seluruh nilai probabilitas dari variabel independen melebihi tingkat signifikansi 0,05. Dengan demikian, model telah memenuhi asumsi klasik mengenai homoskedastisitas, di mana varians residual bersifat stabil (homogen). Hal ini menandakan bahwa model regresi yang digunakan layak, dan hasil estimasinya dapat dinyatakan valid serta reliabel.

Uji Autokorelasi

Uji autokorelasi bertujuan untuk mengetahui apakah terdapat hubungan atau tidak antar residual dalam model regresi. Statistik Durbin-Watson (DW) yang digunakan dalam uji ini memiliki rentang nilai antara 0 hingga 4. Apabila nilai DW berada di antara 1 dan 3, maka dapat diindikasikan adanya autokorelasi. Adapun hasil uji autokorelasi dalam penelitian ini disajikan sebagai berikut:

Tabel 4.9 Hasil Uji Autokorelasi

R-squared	0.280633	Mean dependent var	-0.037828
Adjusted R-squared	0.194417	S.D. dependent var	0.153159
S.E. of regression	0.138820	Sum squared resid	5.145345
F-statistic	3.254986	Durbin-Watson stat	2.037966
Prob(F-statistic)	0.000000		

Sumber: Data Sekunder Diolah (2025)

Nilai Durbin-Watson statistic sebesar 2,037966. Mengingat jumlah observasi yang cukup besar ($n = 300$) dan jumlah variabel independen sebanyak tiga ($k = 3$), maka nilai batas kritis atas (du) diperkirakan sekitar 1,7. Karena nilai DW berada dalam rentang $1,7 < DW < 2,3$, tepatnya sekitar 2,04, maka dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat autokorelasi dalam model. Hal ini mengindikasikan bahwa residual model bersifat independen, sehingga model regresi panel yang digunakan telah memenuhi asumsi klasik mengenai independensi residual.

Uji Parsial (Uji t)

Uji parsial digunakan untuk mengetahui apakah masing-masing variabel independen, yaitu DER, volatilitas, dan suku bunga, memiliki pengaruh terhadap *risk premium*. Pengujian ini dilakukan dengan melihat nilai probabilitas (*p-value*), di mana jika nilai probabilitas lebih kecil dari tingkat signifikansi 0,05, maka dapat disimpulkan bahwa variabel tersebut berpengaruh secara signifikan secara parsial terhadap *risk premium*. Berikut disajikan tabel hasil uji t (parsial):

Tabel 4.10 Hasil Uji Parsial (Uji t)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.258330	0.036636	7.051166	0.0000
DER?	-0.021005	0.010585	-1.984415	0.0482
VOL?	0.001290	0.001114	1.157428	0.2481
IR?	-5.168211	0.612596	-8.436571	0.0000

Sumber: Data Sekunder Diolah (2025)

Berdasarkan ketentuan tingkat signifikansi ($\alpha = 0,05$) dan derajat kebebasan ($df = n - k - 1$), dengan $n = 300$ dan $k = 3$, diperoleh nilai t tabel sebesar 1,967. Berdasarkan hasil uji parsial pada penelitian ini, maka:

Variabel Debt to Equity Ratio (DER) memiliki koefisien regresi sebesar -0,021005, nilai t -statistik sebesar -1,984 dan p -value sebesar 0,0482, yang berarti signifikan pada tingkat signifikansi 5% (p -value $< 0,05$). Hasil ini menunjukkan bahwa secara parsial, DER berpengaruh negatif signifikan terhadap *risk premium* saham (RPM). Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa semakin tinggi rasio utang terhadap ekuitas perusahaan, semakin rendah premi risiko saham yang dituntut oleh investor. Hal ini mencerminkan bahwa struktur modal dengan *leverage* tinggi dianggap lebih berisiko, sehingga investor cenderung menurunkan ekspektasi *return* tambahannya.

Variabel volatilitas saham memiliki koefisien sebesar 0,001290, nilai t -statistik sebesar 1,157 dan p -value sebesar 0,2481, yang lebih besar dari tingkat signifikansi 5% (p -value $> 0,05$). Artinya, secara parsial volatilitas saham tidak berpengaruh signifikan terhadap *risk premium* saham. Meskipun arah hubungannya positif, pengaruhnya secara statistik tidak cukup kuat untuk dinyatakan bermakna. Hal ini menunjukkan bahwa dalam konteks penelitian ini, fluktuasi harga saham tidak menjadi pertimbangan utama investor dalam menentukan premi risiko.

Variabel suku bunga (*interest*) memiliki koefisien sebesar -5,168, nilai t -statistik sebesar -8,437, dan p -value sebesar 0,0000, yang jauh di bawah tingkat signifikansi 5%. Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa suku bunga berpengaruh negatif signifikan terhadap *risk premium* saham. Secara parsial, peningkatan tingkat suku bunga menyebabkan penurunan *risk premium*, karena investor cenderung mengalihkan dana ke instrumen bebas risiko seperti deposito dan obligasi. Akibatnya, permintaan terhadap saham menurun dan ekspektasi imbal hasil tambahan dari saham juga ikut turun.

Uji Simultan (Uji F)

Tabel 4.11 Hasil Uji Simultan (Uji F)

R-squared	0.280633	Mean dependent var	-0.037828
Adjusted R-squared	0.194417	S.D. dependent var	0.153159
S.E. of regression	0.138820	Sum squared resid	5.145345
F-statistic	3.254986	Durbin-Watson stat	2.037966
Prob(F-statistic)	0.000000		

Sumber: Data Sekunder Diolah (2025)

Berdasarkan hasil uji F pada tabel 4.11, diperoleh nilai F-statistik sebesar 3,254986 dengan probabilitas (p -value) sebesar 0,000000, yang jauh lebih kecil dari tingkat signifikansi 5% (0,05). Nilai probabilitas yang sangat kecil ini menunjukkan bahwa secara statistik terdapat pengaruh yang signifikan secara simultan antara variabel-variabel independen (DER, volatilitas saham, dan suku bunga) terhadap variabel dependen yaitu *risk premium* (RPM). Dengan demikian, model regresi yang dibangun dapat dikatakan layak dan relevan untuk menjelaskan variasi dalam *risk premium*, karena seluruh variabel independen secara bersama-sama memberikan kontribusi yang berarti terhadap model.

Koefisien Determinasi (R^2)

Tabel 4.12 Hasil Koefisien Determinasi (R^2)

R-squared	0.280633	Mean dependent var	-0.037828
Adjusted R-squared	0.194417	S.D. dependent var	0.153159
S.E. of regression	0.138820	Sum squared resid	5.145345
F-statistic	3.254986	Durbin-Watson stat	2.037966
Prob(F-statistic)	0.000000		

Sumber: Data Sekunder Diolah (2025)

Koefisien determinasi (R^2) dari model regresi panel adalah 0,2806 menunjukkan bahwa sekitar 28,06% variasi dalam *risk premium* dapat dijelaskan oleh ketiga variabel independen tersebut secara bersama-sama. Sedangkan sisanya, yaitu 71,94%, dijelaskan oleh faktor-faktor lain di luar model yang tidak diteliti dalam penelitian ini.

Sementara itu, nilai *Adjusted R-squared* sebesar 0,1944 memperhitungkan jumlah variabel independen dan ukuran sampel dalam model, dan menunjukkan bahwa sekitar 19,44% variasi *risk premium* dapat dijelaskan oleh model setelah disesuaikan dengan derajat kebebasan. Nilai ini lebih realistis dalam merepresentasikan kemampuan prediksi model pada data yang lebih umum.

Nilai *R-squared* dihasilkan tidak terlalu tinggi, hal ini masih dapat diterima, terutama dalam penelitian sosial atau keuangan yang melibatkan banyak faktor eksternal dan dinamis yang sulit dikontrol secara penuh. Dengan demikian, model regresi ini tetap dapat memberikan pemahaman yang berarti terhadap hubungan antara DER, volatilitas saham, dan suku bunga terhadap *risk premium*.

Pembahasan Hasil Penelitian

Berdasarkan hasil pengujian yang telah dilakukan terhadap determinan *risk premium* pada perusahaan non-bank dan non-keuangan yang terdaftar dalam indeks LQ45 di Bursa Efek Indonesia selama periode 2015–2024, maka pembahasan hasil penelitian dapat dijelaskan sebagai berikut:

1) Pengaruh Debt to Equity Ratio terhadap *Risk premium*

Hasil uji t menunjukkan bahwa variabel DER memiliki koefisien sebesar -0,021005, nilai t-statistik -1,984, dan *p-value* 0,0482, yang signifikan pada tingkat signifikansi 5%. Hasil ini menunjukkan bahwa DER berpengaruh negatif signifikan terhadap *risk premium* saham non-bank dan non-keuangan di indeks LQ45.

Hasil ini tidak sejalan dengan hipotesis awal (H1) dan temuan penelitian sebelumnya seperti (Ciumaş and Coca, 2015), yang menyatakan bahwa *leverage* tinggi cenderung meningkatkan *risk premium* akibat tingginya risiko kebangkrutan dan beban bunga yang lebih besar. Namun, hasil ini mendukung penelitian oleh (Gusrima, Evana and Amelia, 2022), yang menemukan bahwa pada perusahaan non-keuangan, *leverage* justru dapat menurunkan *risk premium*. Hal ini mungkin disebabkan oleh kemampuan perusahaan-perusahaan tersebut dalam mengelola utang secara efektif, atau adanya basis aset yang kuat yang memberikan keyakinan kepada investor meskipun *leverage* tinggi. Dengan demikian, DER tidak selalu identik dengan peningkatan risiko di sektor non-bank dan non-keuangan. Dengan demikian, H1 diterima karena hasil pengujian menunjukkan bahwa *leverage* (DER) berpengaruh signifikan terhadap *risk premium*, meskipun arah pengaruhnya negatif dan tidak sesuai dengan beberapa temuan sebelumnya.

2) Pengaruh Volatilitas Saham terhadap *Risk premium*

Hasil pengujian secara parsial yang dilakukan menunjukkan bahwa volatilitas saham memiliki koefisien sebesar 0,001290, nilai t-statistik sebesar 1,157 dan *p-value* sebesar 0,2481. Karena *p-value* lebih besar dari 0,05, maka dapat disimpulkan bahwa volatilitas saham tidak berpengaruh signifikan terhadap *risk premium* secara parsial. Meskipun arah hubungannya positif, namun pengaruhnya secara statistik tidak cukup kuat untuk dianggap bermakna. Hal ini mengindikasikan bahwa ketidakstabilan *return* saham selama periode pengamatan tidak secara signifikan memengaruhi penentuan *risk premium* oleh investor. Dalam konteks ini, investor kemungkinan telah memperhitungkan volatilitas sebagai karakteristik pasar yang umum dan tidak menganggapnya sebagai faktor utama dalam menentukan premi risiko.

Temuan ini tidak sejalan dengan beberapa penelitian sebelumnya, seperti yang dilakukan oleh (Feunou, Jahan-Parvar and Okou, 2015), serta (Bekaert, Engstrom and Ermolov, 2023), yang menyatakan bahwa volatilitas saham berpengaruh positif signifikan terhadap *risk premium* karena mencerminkan tingkat ketidakpastian dan risiko pasar yang lebih tinggi. Namun, dalam konteks penelitian ini, volatilitas saham tidak menjadi faktor penentu yang signifikan dalam ekspektasi investor terhadap premi risiko. Hal ini bisa jadi disebabkan oleh karakteristik pasar saham Indonesia yang berbeda dibandingkan dengan pasar global, atau karena perusahaan-perusahaan dalam sampel memiliki kemampuan mitigasi risiko yang baik sehingga fluktuasi harga tidak terlalu memengaruhi persepsi risiko investor. Dengan demikian, H2 ditolak karena volatilitas saham tidak berpengaruh signifikan terhadap *risk premium*.

3) Pengaruh Suku Bunga terhadap *Risk premium*

Berdasarkan hasil uji t yang telah dilakukan, variabel suku bunga menunjukkan koefisien sebesar -5,168 dengan nilai t-statistik sebesar -8,437 dan *p-value* 0,0000. Karena nilai *p-value* jauh lebih kecil dari 0,05, yang juga signifikan. Hasil ini menunjukkan bahwa suku bunga berpengaruh negatif signifikan terhadap *risk premium* saham. Hasil ini berbeda dari dugaan awal (H3) dan temuan beberapa studi sebelumnya, seperti (Fernandez, Garza and Acin, 2024), yang menyatakan bahwa kenaikan suku bunga akan meningkatkan *risk premium* karena meningkatkan *opportunity cost* berinvestasi di saham. Namun, dalam penelitian ini, peningkatan suku bunga justru menurunkan *risk premium*.

Hal ini dapat dijelaskan dengan beberapa alasan, antara lain: perusahaan sektor non-bank dan non-keuangan di Indonesia mampu mempertahankan *return* yang stabil meskipun suku bunga meningkat, investor mungkin menyesuaikan ekspektasi mereka terhadap perubahan suku bunga di pasar modal Indonesia, atau terdapat faktor domestik yang membuat saham tetap menarik meskipun suku bunga tinggi. Dengan demikian, H3 diterima karena hasil uji menunjukkan bahwa suku bunga memiliki pengaruh signifikan terhadap *risk premium* saham non-bank dan non-keuangan di indeks LQ45. Meskipun arah pengaruhnya negatif dan tidak sesuai dengan ekspektasi awal, hasil ini tetap mendukung hipotesis karena keberadaan pengaruh telah terbukti secara statistik.

4) Pengaruh Variabel Independen (DER, Volatilitas Saham, Suku Bunga) Terhadap *Risk premium* Secara Simultan

Pengujian simultan melalui perangkat lunak EViews 13 for Windows menghasilkan temuan bahwa nilai F-statistik yang diperoleh adalah 3,254986, dengan nilai probabilitas (*p-value*) sebesar 0,000, yang jauh lebih kecil dari tingkat signifikansi 5% (0,05). Hal ini menunjukkan bahwa variabel Debt to Equity Ratio, volatilitas saham, dan suku bunga secara bersama-sama memiliki pengaruh signifikan terhadap *risk premium* saham sektor non-bank dan non-keuangan di indeks LQ45.

Hasil ini mendukung teori *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) yang menjelaskan bahwa premi risiko ditentukan oleh faktor risiko sistematis, yang mencakup volatilitas saham, *leverage* perusahaan, dan kondisi makroekonomi (seperti suku bunga). CAPM menyatakan bahwa investor akan menuntut *return* lebih tinggi untuk risiko yang lebih besar, yang tercermin dalam premi risiko (Sharpe, 1964).

Hasil penelitian ini juga sejalan dengan beberapa penelitian terdahulu, seperti yang dilakukan oleh (Cevik *et al.*, 2025), yang menemukan bahwa kombinasi volatilitas saham dan suku bunga mempengaruhi premi risiko secara signifikan. Temuan ini menunjukkan bahwa meskipun masing-masing variabel independen memiliki pengaruh yang bervariasi, secara bersama-sama variabel-variabel tersebut membentuk model yang mampu menjelaskan variasi *risk premium* secara signifikan. H4 diterima, karena bukti statistik menunjukkan bahwa ketiga variabel independen secara bersama-sama memiliki pengaruh signifikan terhadap variabel dependen (*risk premium*). Ini juga diperkuat dengan dukungan teori CAPM dan temuan penelitian sebelumnya

KESIMPULAN

Dari hasil analisis data panel secara simultan, dapat disimpulkan bahwa variabel *leverage* (DER), volatilitas saham, dan suku bunga secara bersama-sama berpengaruh signifikan terhadap *risk premium* saham. Temuan ini sejalan dengan teori *Capital Asset Pricing Model* (CAPM), yang menekankan bahwa premi risiko dipengaruhi oleh faktor risiko sistematis seperti *leverage* perusahaan, tingkat volatilitas saham, serta kondisi makroekonomi, termasuk perubahan suku bunga.

Sementara itu, dari hasil analisis data panel secara parsial, pengaruh masing-masing variabel independen terhadap *risk premium* saham dapat diuraikan sebagai berikut:

Leverage (DER) menunjukkan pengaruh negatif signifikan terhadap *risk premium*. Artinya, perusahaan dengan rasio DER yang lebih tinggi cenderung memiliki *risk premium* yang lebih rendah. Hal ini dapat diinterpretasikan bahwa perusahaan di sektor non-bank dan non-keuangan mungkin memiliki strategi pengelolaan utang yang efektif, atau didukung oleh aset yang kuat, sehingga mampu menurunkan persepsi risiko dari investor.

Volatilitas saham tidak berpengaruh signifikan terhadap *risk premium*. Meskipun volatilitas sering dikaitkan dengan ketidakpastian dan peningkatan risiko, dalam konteks penelitian ini, investor tidak menganggap fluktuasi harga saham sebagai penentu utama premi risiko. Hal ini mungkin disebabkan oleh karakteristik pasar Indonesia yang relatif stabil atau oleh kemampuan perusahaan dalam menghadapi risiko pasar.

Suku bunga berpengaruh negatif signifikan terhadap *risk premium*. Ketika suku bunga meningkat, investor cenderung mengalihkan dananya ke instrumen bebas risiko, sehingga menurunkan permintaan terhadap saham dan menyebabkan penurunan *risk premium*. Hal ini mencerminkan preferensi investor terhadap aset dengan risiko lebih rendah dalam kondisi suku bunga tinggi.

Kesimpulan dari analisis data panel secara parsial menunjukkan bahwa bahwa DER dan suku bunga merupakan variabel yang signifikan dalam memengaruhi *risk premium* saham pada sektor non-bank dan non-keuangan di LQ45, dengan arah pengaruh negatif. Sementara itu, volatilitas saham tidak terbukti berpengaruh signifikan secara statistik. Oleh karena itu, pemahaman terhadap struktur modal dan kondisi makroekonomi tetap menjadi kunci penting dalam pengambilan keputusan investasi di sektor ini.

DAFTAR PUSTAKA

- Bekaert, G., Engstrom, E. and Ermolov, A. (2023) 'The Variance Risk Premium in Equilibrium Models', *Review of Finance*, 27(6), pp. 1977–2014. Available at: <https://doi.org/10.1093/rof/rfad005>.
- Brigham, E.F. and Houston, J.F. (2018) *Fundamentals of financial management (Dasar-dasar Manajemen Keuangan)*, Engineering and Process Economics.
- Cevik, E.I. et al. (2025) 'Enhancing banking systemic risk indicators by incorporating volatility clustering, variance risk premiums, and considering distance-to-capital', *International Review of Economics and Finance*, 97(June 2024), p. 103779. Available at: <https://doi.org/10.1016/j.iref.2024.103779>.
- Choi, D. et al. (2024) 'Market Risk Premium and ESG Risk', *SSRN Electronic Journal*, pp. 0–35. Available at: <https://doi.org/10.2139/ssrn.4762314>.
- Ciumaş, C. and Coca, R.A. (2015) 'Analysis of Risk Premium Determinants on Cat Bonds', *Procedia Economics and Finance*, 32(15), pp. 1487–1493. Available at: [https://doi.org/10.1016/s2212-5671\(15\)01530-0](https://doi.org/10.1016/s2212-5671(15)01530-0).
- Dahlquist, M. and Pénasse, J. (2022) 'The missing risk premium in exchange rates', *Journal of Financial Economics*, 143(2), pp. 697–715. Available at: <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2021.07.001>.
- Elton, Edwin, J., Gruber, Martin, J. and Brown, Stephen, J. (2014) 'Related download link: Solutions Manual for Modern Portfolio Theory and Investment Analysis 9th Edition by Elton Gruber Brown Goetzmann MODERN PORTFOLIO THEORY AND INVESTMENT ANALYSIS 9 TH EDITION', pp. 1–18. Available at: <https://testbankarea.com/download/modern-portfolio->
- Fan, Z., Londono, J.M. and Xiao, X. (2022) 'Equity tail risk and currency risk premiums', *Journal of Financial Economics*, 143(1), pp. 484–503. Available at: <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2021.05.020>.
- Fernandez, P., Garza, D. and Acin, L. (2024) 'Survey: Market Risk Premium and Risk-Free Rate used for 96 countries in 2024', pp. 1–17.
- Feunou, B., Jahan-Parvar, M. and Okou, C. (2015) 'Divisions of Research & Statistics and Monetary Affairs Downside Variance Risk Premium'.
- Gujarati, N.D. and Porter, C.D. (2009) *Basic Econometrics*.
- Gusrima, R.N., Evana, E. and Amelia, Y. (2022) 'E-journal Field of Economics , Business , and Entrepreneurship (EFEBE) PREMIUM (STUDI PERUSAHAAN PROPERTY DAN REAL

- ESTATE YANG', 1(2010).
- Kleibergen, F. and Zhan, Z. (2018) 'Identification-robust inference on risk premia of mimicking portfolios of non-traded factors', *Journal of Financial Econometrics*, 16(2), pp. 155–190. Available at: <https://doi.org/10.1093/jjfinec/nby005>.
- Manurung, A.H. (2020) *Konsep & Empiris Teori Investasi.pdf*. Edited by J.G. Manurung. Jakarta Timur: PT. Adler Manurung Press.
- Manurung, A.H. (2024) *Regression and Extension Cross-Section and Time Series Data*. Edited by L.H. Sangapan. Jakarta Timur: PT. Adler Manurung Press.
- Manurung, A.H. and Budiastuti, D. (2019) *Metode Riset Akuntansi, Investasi Keuangan dan Manajemen*. Edited by J. Manurung. Jakarta Timur: PT. Adler Manurung Press.
- Mishkin, S.F. and Eakins, G.S. (1984) 'Financial Markets and Institutions.', *The Journal of Finance*, 39(1), p. 319. Available at: <https://doi.org/10.2307/2327696>.
- Mukmin, A. and Firmansyah, F. (2020) 'Analisis Perbandingan Volatilitas Indeks Harga Saham Ihsg Dan Jii', *Jurnal Ekonomi Dan Perbankan Syariah*, 3(1), pp. 69–84. Available at: <https://doi.org/10.46899/jeps.v3i1.155>.
- Nugroho, S., Akbar, S. and Vusvitasari, R. (2008) 'Kajian Hubungan Koefisien Korelasi Pearson, Spearman-rho, Kendall-Tau, Gamma, dan Somers', *Jurnal Ilmiah MIPA*, 4(2), pp. 372–381. Available at: <https://ejournal.unib.ac.id/index.php/gradien/article/view/279>.
- Nurmayanti, F. *et al.* (2024) 'IJM : Indonesian Journal of Multidisciplinary Determinan Systematic Risk Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) Periode 2016-2023', 2, pp. 687–700.
- Sharpe, W.F. (1964) 'Capital Asset Prices: a Theory of Market Equilibrium Under Conditions of Risk', *The Journal of Finance*, 19(3), pp. 425–442. Available at: <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1964.tb02865.x>.
- Sharpe, W.F., Alexander, G.J. and Bailey, J. V. (1995) *Investment Management Equations 1.*, Prentice Hall.