

ANALISIS PENGARUH FUNDAMENTAL MAKRO DAN STRUKTUR KEPEMILIKAN TERHADAP KEPUTUSAN INVESTASI SAHAM DENGAN KINERJA PERUSAHAAN DAN BEHAVIOR FINANCE SEBAGAI VARIABEL INTERVENING SERTA INVESTASI DIGITAL × BEHAVIOR FINANCE SEBAGAI VARIABEL MODERASI PADA PERUSAHAAN YANG TERDAFTAR DI BEI PERIODE 2020-2024

Naila, Hwihanus

Universitas 17 Agustus 1945 Surabaya

Email : 1222400066@surel.untag-sby.ac.id¹, hwihanus@untag-sby.ac.id²

ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis pengaruh fundamental makro dan struktur kepemilikan terhadap keputusan investasi saham dengan kinerja perusahaan dan behavior finance sebagai variabel intervening serta investasi digital × behavior finance sebagai variabel moderasi pada perusahaan subsektor energi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2020-2024. Metode yang digunakan adalah kuantitatif dengan teknik analisis Partial Least Squares-SEM. Hasil penelitian menunjukkan bahwa fundamental makro berpengaruh signifikan terhadap keputusan investasi, sedangkan struktur kepemilikan berpengaruh signifikan terhadap kinerja perusahaan. Variabel lain seperti kinerja perusahaan, behavior finance, dan struktur kepemilikan terbukti tidak signifikan dalam memengaruhi keputusan investasi. Investasi digital terbukti memiliki pengaruh paling kuat terhadap keputusan investasi saham. Pengujian moderasi menunjukkan bahwa baik behavior finance maupun kinerja perusahaan tidak mampu memoderasi hubungan antara investasi digital dan keputusan investasi. Selain itu, seluruh jalur mediasi dinyatakan tidak signifikan. Temuan ini memberikan kontribusi pada pengembangan literatur keuangan modern dengan menunjukkan bahwa transformasi digital memiliki peran dominan terhadap keputusan investasi, sementara faktor fundamental belum menjadi determinan utama pada subsektor energi.

Kata kunci: Fundamental Makro, Struktur Kepemilikan, Behavior Finance, Investasi Digital, Keputusan Investasi Saham, Subsektor Energi

Article History

Received: Desember 2025

Reviewed: Desember 2025

Published: Desember 2025

Plagiarism Checker No 223

DOI : Prefix DOI :

10.8734/Musytari.v1i2.365

Copyright : Author

Publish by : Musytari



This work is licensed under a [Creative Commons Attribution-NonCommercial 4.0 International License](https://creativecommons.org/licenses/by-nc/4.0/)

PENDAHULUAN

Pasar modal Indonesia memiliki peran strategis dalam menyediakan akses pembiayaan eksternal bagi perusahaan sekaligus menjadi sarana investasi bagi masyarakat. Dalam beberapa tahun terakhir, aktivitas pasar modal mengalami pertumbuhan yang sangat pesat. Berdasarkan data KSEI (2024), jumlah investor pasar modal Indonesia mencapai lebih dari 12 juta Single Investor Identification (SID), meningkat hampir lima kali lipat sejak 2020, dan 78% merupakan investor ritel berbasis aplikasi digital. Pertumbuhan tersebut menunjukkan semakin kuatnya minat masyarakat dalam berinvestasi serta adanya pergeseran perilaku investasi menuju penggunaan teknologi dan layanan keuangan digital.

Keputusan investasi saham merupakan salah satu aspek penting dalam dinamika pasar modal karena setiap keputusan mencerminkan respons investor terhadap berbagai faktor, seperti kondisi makroekonomi, kinerja perusahaan, struktur kepemilikan, aspek psikologis investor, serta perkembangan digitalisasi pasar. Namun demikian, berbagai fenomena empiris

menunjukkan bahwa keputusan investasi di Bursa Efek Indonesia (BEI) masih sangat dipengaruhi oleh ketidakpastian perekonomian, volatilitas industri, serta karakteristik manajerial dan kepemilikan perusahaan. Hal ini membuat perilaku investor sulit diprediksi, terutama pada subsektor energi yang dikenal sangat sensitif terhadap perubahan makro dan harga komoditas global.

Faktor fundamental makro seperti inflasi, suku bunga, dan Produk Domestik Bruto (PDB) sering kali menjadi indikator utama yang memengaruhi persepsi risiko dan prospek return investor. Namun, temuan empiris mengenai pengaruh fundamental makro terhadap keputusan investasi masih menunjukkan hasil yang tidak konsisten. Penelitian (Yuniasara, 2025) menunjukkan bahwa kondisi ekonomi makro dapat memengaruhi efisiensi investasi dan reaksi investor terhadap informasi keuangan perusahaan. Di sisi lain, (Setiawan et al., 2024) menemukan bahwa stabilitas makro tidak selalu berpengaruh langsung terhadap performa saham, terutama pada sektor-sektor dengan volatilitas tinggi seperti energi.

Selain faktor makro, struktur kepemilikan juga menjadi penentu penting dalam keputusan investasi. Teori keagenan menjelaskan bahwa komposisi kepemilikan—baik institusional, manajerial, maupun kepemilikan asing—dapat memengaruhi mekanisme pengawasan terhadap manajemen. Hasil analisis (Setiawan et al., 2024) menunjukkan bahwa struktur kepemilikan terbukti memengaruhi kinerja keuangan dan persepsi risiko perusahaan. Namun, penelitian lain oleh (Yuniasara, 2025) menyatakan bahwa pengaruh struktur kepemilikan terhadap efisiensi investasi tidak selalu konsisten di berbagai sektor. Hal ini menunjukkan perlunya kajian empiris lanjutan pada subsektor energi yang memiliki karakteristik kepemilikan berbeda dari sektor lainnya, terutama terkait dominasi investor asing dan institusional.

Kinerja perusahaan, seperti Return on Equity (ROE), Earning per Share (EPS), dan Price Earning Ratio (PER), selama ini menjadi indikator utama yang digunakan oleh investor untuk menilai prospek perusahaan. Namun, penelitian terbaru menunjukkan bahwa kinerja perusahaan tidak selalu berpengaruh signifikan terhadap keputusan investasi. (Lubis et al., 2022) menemukan bahwa investor ritel lebih sering berfokus pada sentimen dan faktor psikologis dibandingkan daya guna informasi kinerja perusahaan. Di sisi lain, beberapa penelitian menunjukkan bahwa kinerja tetap relevan, tetapi pengaruhnya berbeda menurut sektor dan tingkat volatilitas.

Selain faktor fundamental, perilaku investor (behavior finance) semakin banyak dikaji dalam penelitian investasi modern. Faktor psikologis seperti overconfidence, herding behavior, loss aversion, dan market attention memiliki dampak signifikan terhadap keputusan investasi. (Wahyu et al., 2021) menemukan bahwa overconfidence dan kecemasan pasar berpengaruh nyata terhadap keputusan investor di Indonesia. Perilaku ikut-ikutan (herding) dan berbagai bias psikologis juga cenderung lebih menonjol pada sektor dengan tingkat volatilitas yang tinggi, seperti sektor energi. Namun demikian, pengaruh perilaku investor terhadap keputusan investasi tidak selalu menunjukkan pola yang konsisten antarperiode maupun antarsektor, sehingga diperlukan penelitian lanjutan yang lebih spesifik dan kontekstual.

Digitalisasi pasar modal semakin memperluas akses investasi melalui aplikasi trading, yang membuat transaksi menjadi lebih cepat, murah, dan mudah diakses. Namun, digitalisasi ini juga membawa tantangan baru, khususnya terkait literasi investor dan perilaku pengambilan keputusan yang impulsif. Penelitian (Rahmawati et al., 2025) menunjukkan bahwa faktor psikologis seperti loss aversion dapat semakin kuat dalam transaksi digital, terutama ketika informasi pasar tersebar secara cepat melalui media sosial dan platform digital. Hal ini menunjukkan bahwa digitalisasi tidak hanya memberikan kemudahan, tetapi juga memperkuat bias perilaku tertentu yang berimplikasi pada keputusan investasi.

Secara empiris, penelitian Anda menunjukkan bahwa variabel investasi digital memiliki pengaruh signifikan terhadap keputusan investasi, sementara fundamental makro, struktur

kepemilikan, kinerja perusahaan, dan aspek behavior finance justru tidak menunjukkan pengaruh signifikan. Hal ini menegaskan adanya ketidaksesuaian antara teori dan kenyataan di lapangan, khususnya di subsektor energi yang dipengaruhi oleh risiko global, dinamika harga komoditas, serta pola keputusan investor yang lebih responsif terhadap kemudahan digital dibandingkan analisis fundamental.

Temuan empiris sebelumnya juga menunjukkan ketidakkonsistenan dalam hubungan antar variabel. Beberapa penelitian menemukan bahwa faktor fundamental dan perilaku memiliki pengaruh signifikan, sementara penelitian lain menemukan tidak adanya pengaruh sama sekali. Variasi hasil tersebut membuka ruang penelitian (research gap) yang perlu dijawab, terutama dengan penggunaan variabel mediasi seperti kinerja perusahaan dan perilaku keuangan, serta variabel moderasi seperti interaksi investasi digital dan behavior finance.

Melihat dinamika makroekonomi yang fluktuatif, perubahan perilaku investor di era digital, pertumbuhan signifikan investor ritel, serta karakteristik subsektor energi yang unik, penelitian ini menjadi penting untuk dilakukan. Penelitian ini diharapkan memberikan kebaruan berupa pemahaman terkait pengaruh fundamental makro, struktur kepemilikan, kinerja perusahaan, perilaku keuangan, dan investasi digital terhadap keputusan investasi saham, serta peran mediasi dan moderasi yang masih belum stabil dalam literatur sebelumnya. Dengan demikian, penelitian ini berpotensi memberikan kontribusi empiris yang signifikan dalam pengembangan ilmu investasi, khususnya di pasar modal Indonesia periode 2020-2024.

TINJAUAN PUSTAKA

Pasar modal modern tidak hanya dipengaruhi oleh informasi fundamental perusahaan, tetapi juga oleh berbagai faktor eksternal seperti kondisi makroekonomi, kebijakan fiskal, dinamika perilaku investor, serta perkembangan digitalisasi transaksi saham. Investor pada era digital saat ini semakin responsif terhadap perubahan kebijakan pemerintah, termasuk **kebijakan perpajakan** yang secara langsung memengaruhi *return after tax* dan persepsi risiko di pasar saham. Oleh karena itu, pemahaman mengenai dasar teori keuangan, struktur kepemilikan, perilaku pasar, dan respon investor terhadap kebijakan pajak menjadi sangat penting untuk menjelaskan bagaimana keputusan investasi saham terbentuk di Bursa Efek Indonesia.

Dalam konteks tersebut, teori dasar yang digunakan pada penelitian ini tidak hanya menjelaskan bagaimana investor mengambil keputusan berdasarkan informasi rasional (seperti kinerja perusahaan, suku bunga, inflasi, dan nilai tukar), tetapi juga bagaimana investor bereaksi secara psikologis (misalnya karena overconfidence, herding, dan market attention). Selain itu, perkembangan **platform investasi digital** telah mengubah perilaku investor ritel, membuat proses pengambilan keputusan semakin cepat, dinamis, dan sensitif terhadap faktor eksternal seperti kebijakan pajak dan sentimen pasar.

Berbagai teori keuangan modern seperti *Modern Finance Theory* dan *Efficient Market Hypothesis* menjadi landasan utama dalam memahami bagaimana informasi dan risiko memengaruhi keputusan investasi. Di sisi lain, teori keagenan (*Agency Theory*) memberikan gambaran mengenai bagaimana struktur kepemilikan dan tata kelola perusahaan mempengaruhi minat investor. Sementara itu, *Behavioral Finance Theory* menjelaskan bahwa investor sering kali tidak sepenuhnya rasional dalam merespons perubahan kebijakan dan kondisi pasar.

Penelitian terdahulu menunjukkan bahwa kebijakan pajak seperti tarif PPh Badan, pajak dividen, pajak transaksi, dan insentif fiskal terbukti dapat mengubah preferensi investor dalam berinvestasi. Demikian pula, fundamental makro dan kinerja perusahaan berperan dalam memberikan sinyal bagi investor mengenai prospek perusahaan. Namun, dinamika pasar nyata juga menunjukkan bahwa keputusan investasi sering kali tidak sepenuhnya dijelaskan oleh

faktor fundamental, melainkan juga dipengaruhi oleh faktor psikologis dan mekanisme digitalisasi transaksi.

Dengan dasar tersebut, teori-teori berikut digunakan untuk membangun landasan konseptual penelitian, yaitu Grand Theory, Middle Theory, serta Applied Theory yang secara khusus mengaitkan kebijakan pajak dengan keputusan investasi saham.

1. Grand Theory

Teori Keuangan Modern menjelaskan bahwa investor mengambil keputusan investasi secara rasional dengan mempertimbangkan hubungan risiko dan return, kondisi makroekonomi, serta informasi fundamental perusahaan. Model seperti CAPM dan EMH menyatakan bahwa harga saham mencerminkan semua informasi relevan seperti inflasi, suku bunga, dan nilai tukar.

Dalam penelitian ini, faktor makroekonomi seperti inflasi, suku bunga, dan PDB merupakan risiko sistematis yang memengaruhi return saham, sementara kinerja perusahaan dan struktur kepemilikan adalah risiko spesifik.

Studi di Indonesia mendukung hal ini, Surya et al., (2024) yang menemukan inflasi dan suku bunga berpengaruh signifikan terhadap kinerja saham properti di BEI.

Dengan demikian, teori ini menjadi dasar kuat untuk menjelaskan pengaruh fundamental makro pada keputusan investasi.

2. Middle Theory - Teori Tingkat Menengah

2.1. Agency Theory (Teori Keagenan)

Teori keagenan menjelaskan hubungan antara pemilik (principal) dan pengelola perusahaan (agent), di mana konflik kepentingan dapat muncul jika tujuan manajemen tidak sejalan dengan pemilik. Untuk mengurangi konflik tersebut, diperlukan mekanisme pengawasan melalui struktur kepemilikan, seperti kepemilikan institusional, manajerial, dan publik.

Dalam penelitian ini, struktur kepemilikan berperan penting dalam memengaruhi penilaian investor terhadap perusahaan dan cara manajemen mengambil keputusan investasi.

Penelitian di Indonesia mendukung hal ini, dimana Putra (2023) menyatakan bahwa kepemilikan institusional secara signifikan meningkatkan nilai perusahaan, yang mencerminkan fungsi pengawasan dalam teori keagenan. Putri dan Asmeri (2023) juga menunjukkan bahwa struktur kepemilikan memengaruhi efisiensi investasi perusahaan konstruksi di BEI. Selain itu, Surya et al., (2024) menguatkan bahwa struktur kepemilikan berdampak pada kebijakan keuangan perusahaan, termasuk sinyal kepada investor.

Dengan demikian, teori keagenan sangat tepat untuk menjelaskan peran struktur kepemilikan sebagai variabel dalam penelitian ini.

2.2. Behavioral Finance Theory

Teori perilaku keuangan menekankan bahwa investor tidak selalu rasional. Keputusan investasi sering dipengaruhi bias psikologis seperti:

- Overconfidence
- Herding Behavior
- Market Attention (perhatian pasar)

Dalam era digital, informasi cepat menyebar, sehingga bias perilaku semakin kuat memengaruhi keputusan investor.

3. Applied Theory (Teori Penerapan)

3.1. Investment Decision Model (Model Keputusan Investasi)

Model keputusan investasi menjelaskan bahwa investor menilai risiko, return, informasi fundamental, dan sentimen pasar dalam menentukan keputusan buy, hold, atau sell.

3.2. Digital Investment Behavior Model

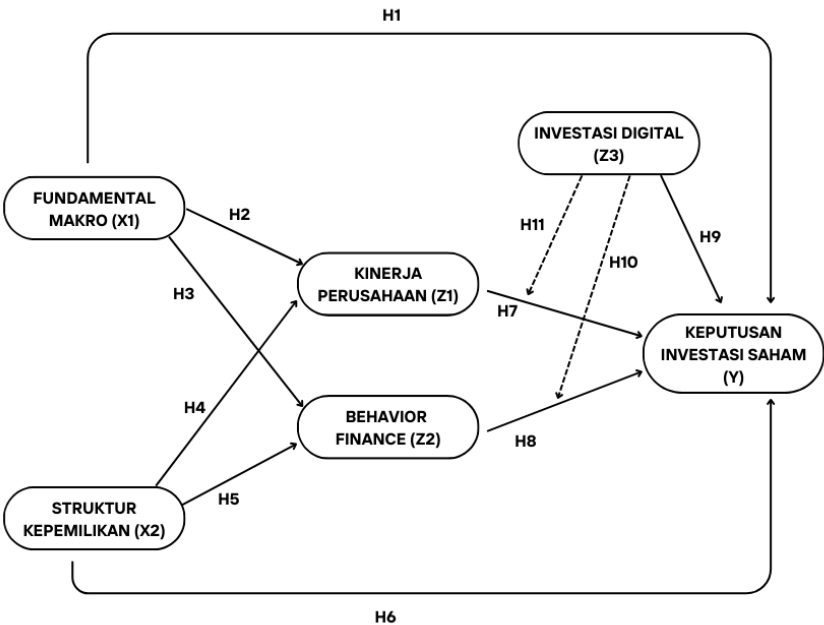
Model ini menjelaskan bahwa kemudahan aplikasi trading, notifikasi harga, fitur analisis otomatis, dan kecepatan eksekusi transaksi berperan penting dalam membentuk keputusan investasi modern.

Penelitian nasional mendukung hal ini, seperti yang dijelaskan oleh Shahadat et al., (2023) dalam studi mereka tentang platform trading digital dan perilaku investor ritel, yang menyoroti bagaimana fitur-fitur aplikasi digital memengaruhi perilaku dan keputusan investasi (Bhatia &.

3.3. Corporate Performance Signaling Theory

Teori sinyal menjelaskan bagaimana perusahaan mengirimkan “sinyal” melalui kinerja keuangan (EPS, ROE, PER) untuk menarik investor (Cahyaningtyas, 2022).

HIPOTESA



Variabel	Notasi	Indikator
Fundamental Makro (X_1)	X1.1	Inflasi
	X1.2	Suku Bunga
	X1.3	Product Domestic Bruto
Struktur Kepemilikan (X_2)	X2.1	Kepemilikan Institusional
	X2.2	Kepemilikan Asing
	X2.3	Kepemilikan Managerial
Kinerja Perusahaan (Z_1)	Z1.1	<i>Earning Per Share (EPS)</i>
	Z1.2	<i>Return On Equity (ROE)</i>
	Z1.3	<i>Price Earning Ratio (PER)</i>
Behavior Finance (Z_2)	Z2.1	<i>Market Attention (MA)</i>
	Z2.2	<i>Herding Behavior (HB)</i>
	Z2.3	<i>Overconvidance (OC)</i>
Investasi Digital (Z_3)	Z3.1	Jumlah Saham Dibeli
	Z3.2	Nillai Transaksi Saham
	Z3.3	Frekuensi Saham

Keputusan Investasi Saham (Y)	Y1.1	Jumlah Saham yang Dibeli
	Y1.2	Nilai Transaksi Saham
	Y1.3	Frekuensi Transaksi Saham

- H₁ Fundamental Makro berpengaruh signifikan terhadap Keputusan Investasi Saham pada perusahaan subsektor energi yang terdaftar di BEI.
- H₂ Fundamental Makro signifikan terhadap Kinerja Perusahaan pada perusahaan subsektor energi yang terdaftar di BEI.
- H₃ Fundamental Makro berpengaruh signifikan terhadap Behavior Finance pada perusahaan subsektor energi yang terdaftar di BEI.
- H₄ Struktur Kepemilikan berpengaruh signifikan terhadap Kinerja Perusahaan pada perusahaan subsektor energi yang terdaftar di BEI.
- H₅ Struktur Kepemilikan berpengaruh signifikan terhadap Behavior Finance pada perusahaan subsektor energi yang terdaftar di BEI.
- H₆ Struktur Kepemilikan berpengaruh signifikan terhadap Keputusan Investasi Saham pada perusahaan subsektor energi yang terdaftar di BEI.
- H₇ Kinerja Perusahaan berpengaruh signifikan terhadap Keputusan Investasi Saham pada perusahaan subsektor energi yang terdaftar di BEI.
- H₈ Behavior Finance berpengaruh signifikan terhadap Keputusan Investasi Saham pada perusahaan subsektor energi yang terdaftar di BEI.
- H₉ Investasi Digital berpengaruh signifikan terhadap Keputusan Investasi Saham pada perusahaan subsektor energi yang terdaftar di BEI.
- H₁₀ Behavior Finance memoderasi pengaruh Investasi Digital terhadap Keputusan Investasi Saham pada perusahaan subsektor energi yang terdaftar di BEI.
- H₁₁ Kinerja Perusahaan memoderasi pengaruh Investasi Digital terhadap Keputusan Investasi Saham pada perusahaan subsektor energi yang terdaftar di BEI.

METODE PENELITIAN

Penelitian ini merupakan studi kuantitatif dengan metode explanatory research yang bertujuan menjelaskan hubungan sebab-akibat antarvariabel dalam model penelitian. Pendekatan yang digunakan adalah Structural Equation Modeling berbasis Partial Least Squares (SEM-PLS) karena melibatkan variabel mediasi dan moderasi, hubungan kausal yang kompleks, serta data yang bersifat non-normal. Analisis dilakukan menggunakan aplikasi SmartPLS dengan teknik bootstrapping untuk menguji hipotesis.

Data yang digunakan bersifat sekunder, meliputi data fundamental makro (inflasi, suku bunga, PDB), struktur kepemilikan (institusional, asing, manajerial), kinerja perusahaan (EPS, ROE, PER), perilaku investor (Market Attention, Herding Behavior, Overconfidence), investasi digital (volume, nilai, frekuensi transaksi), dan keputusan investasi saham (jumlah saham, nilai, frekuensi transaksi). Sumber data berasal dari Bursa Efek Indonesia, laporan keuangan perusahaan, Google Trends, serta data makro dari BI dan BPS.

Populasi penelitian adalah seluruh perusahaan subsektor energi yang terdaftar di BEI dengan sampel purposive sebanyak enam perusahaan, yaitu PT Apexindo Pratama Duta Tbk, PT Elnusa Tbk, PT Harum Energy Tbk, PT Perusahaan Gas Negara Tbk, PT Petrosea Tbk, dan PT Samindo Resources Tbk. Kriteria sampel meliputi kelengkapan laporan keuangan, konsistensi data variabel, serta aktivitas perdagangan saham yang terukur.

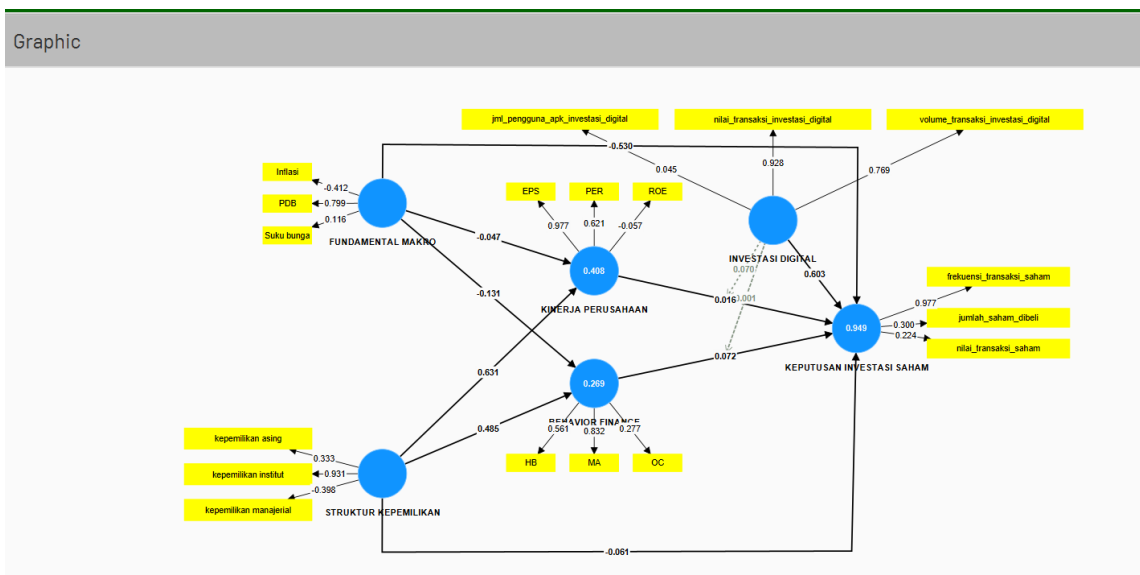
Variabel penelitian terdiri dari variabel independen (fundamental makro dan struktur kepemilikan), variabel mediasi (kinerja perusahaan dan behavior finance), variabel moderasi

(kinerja perusahaan dan behavior finance), variabel intervensi (investasi digital), dan variabel dependen (keputusan investasi saham).

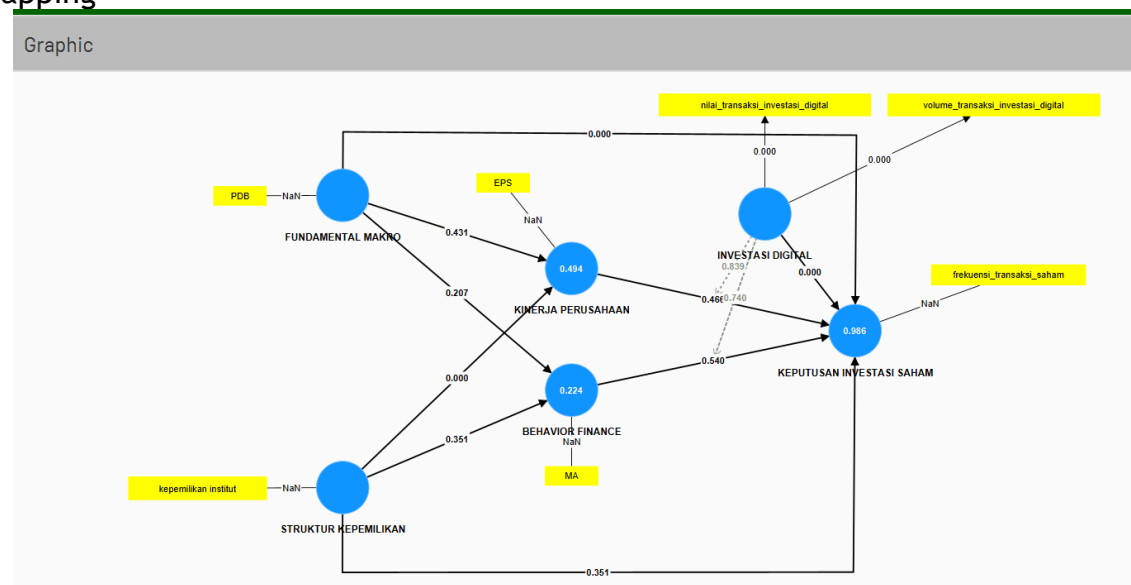
Pengumpulan data dilakukan melalui dokumentasi laporan keuangan, statistik makro BPS dan BI, data transaksi digital aplikasi investasi, Google Trends untuk market attention, serta data perdagangan saham dari BEI. Analisis data menggunakan SEM-PLS mencakup uji validitas dan reliabilitas model pengukuran, uji model struktural dengan path coefficient, R-square, bootstrapping, serta uji hipotesis langsung, tidak langsung, dan moderasi. Signifikansi diuji dengan t-statistik (nilai $\geq 1,96$ menunjukkan signifikan).

SEM-PLS dipilih karena jumlah sampel yang relatif kecil, data non-parametrik, adanya indikator reflektif, dan banyaknya hubungan mediasi serta moderasi dalam model. Penelitian ini menggunakan data periode 2020-2024 sesuai ketersediaan variabel digital, kinerja, makro, dan perilaku.

HASIL PENELITIAN



Bootstrapping



Hasil Pengujian Hipotesa

Hi	Pengujian Langsung	Original Sample (O)	Sample Mean (M)	Standard Deviation (STDEV)	T Statistic (O/STDEV)	P-value	Significant
H1	Fundamental Makro X1 → Keputusan Investasi Saham Y1	-0,934	-0,927	0,109	8.570	0,000	Significant
H2	Fundamental Makro X1 → Kinerja Perusahaan Z1	-0,109	-0,102	0,138	0,788	0,431	Not Significant
H3	Fundamental Makro X1 → Behavior Finance Z2	-0,188	-0,169	0,149	1,263	0,207	Not Significant
H4	Struktur Kepemilikan X2 → Kinerja Perusahaan Z1	0,677	0,652	0,175	3,868	0,000	Significant
H5	Struktur Kepemilikan X2 → Behavior Finance Z2	0,405	0,218	0,434	0,932	0,351	Not Significant
H6	Struktur Kepemilikan X2 → Keputusan Investasi Saham Y1	-0,139	-0,121	0,150	0,933	0,351	Not Significant
H7	Kinerja Perusahaan Z1 → Keputusan Investasi Saham Y1	0,094	0,113	0,129	0,729	0,466	Not Significant
H8	Behavior Finance Z2 → Keputusan Investasi Saham Y1	0,036	0,035	0,058	0,613	0,540	Not Significant
H9	Investasi Digital Z3 → Keputusan Investasi Saham Y1	0,878	0,874	0,137	6,425	0,000	Significant
H10	Investasi Digital Z3 × Behavior Finance Z2 → Keputusan Investasi Saham Y1	0,043	0,033	0,129	0,331	0,740	Not Significant
H11	Investasi Digital Z3 × Kinerja Perusahaan Z1 → Keputusan Investasi Saham Y1	0,025	0,002	0,121	0,203	0,839	Not Significant

Pembahasan Pengujian Langsung

H₁ Fundamental Makro berpengaruh signifikan terhadap Keputusan Investasi Saham pada perusahaan subsektor energi yang terdaftar di BEI.

Dari hasil pengujian, Variabel Fundamental Makro memberikan pengaruh negatif sebesar **-0,934** terhadap Keputusan Investasi Saham.

Pengaruh tersebut **signifikan**, ditunjukkan oleh **t-statistic sebesar 8,570** dan **p-value 0,000 < 0,05**. Karena p-value lebih kecil dari 0,05, maka **H₀ ditolak** dan **H₁ diterima**.

Hasil ini **selaras dengan penelitian sebelumnya**. Sebagai contoh, penelitian yang berjudul *Pengaruh Faktor Fundamental Makroekonomi terhadap Keputusan Investasi Saham oleh Investor Asing di Indonesia* menunjukkan bahwa variabel fundamental makro, termasuk inflasi dan suku bunga, secara signifikan memengaruhi keputusan investasi saham di BEI. Studi tersebut menemukan bahwa kenaikan suku bunga dan tingkat inflasi menurunkan minat investasi saham oleh investor asing karena peningkatan biaya modal dan risiko pasar, yang mendukung temuan bahwa kondisi makro yang kurang stabil berdampak negatif terhadap keputusan investasi (Sugianto et al., 2024).

Selain itu, temuan ini juga selaras dengan beberapa studi nasional dan internasional yang menunjukkan pengaruh faktor makro terhadap dinamika pasar saham. Misalnya, penelitian oleh

(Sari et al., 2025) dalam *The Impact of Macroeconomic Factors on Financial Markets: Evidence from Time Series Analysis on the Indonesia Stock Exchange* menemukan bahwa variabel makroekonomi seperti inflasi dan suku bunga memiliki dampak signifikan terhadap performa pasar saham Indonesia, yang mencerminkan reaksi investor terhadap perubahan kondisi makroekonomi. Meskipun fokusnya pada volatilitas pasar modal secara umum, hasil ini mendukung argumen bahwa variabel makro memengaruhi keputusan investasi melalui persepsi risiko dan return.

Penelitian lain oleh (Christa & Syamsudin, 2025) yang mengkaji volatilitas harga saham di BEI juga menemukan bahwa inflasi dan pertumbuhan PDB secara signifikan memengaruhi dinamika indeks pasar saham, menegaskan bahwa fundamental makro adalah faktor penting dalam keputusan investasi, khususnya di pasar modal Indonesia.

Selain dari konteks saham indeks secara umum, studi oleh (Iqra Wiarta, 2022) menunjukkan bahwa inflasi dan suku bunga termasuk di antara variabel fundamental makro yang memengaruhi pergerakan harga saham sektor konsumsi di BEI, walaupun dalam konteks yang sedikit berbeda, tetapi prinsip hubungan makro → keputusan investor tetap relevan, yakni bahwa tekanan makro yang meningkat cenderung menekan harga saham dan preferensi investasi.

Dengan demikian, temuan penelitian ini konsisten dengan literatur empiris yang menyatakan bahwa fundamental makroekonomi berperan sebagai penentu penting dalam keputusan investasi di pasar modal, di mana kondisi makro yang kurang kondusif akan memengaruhi persepsi risiko investor dan menurunkan keputusan investasi pada saham.

H₂ Fundamental Makro signifikan terhadap Kinerja Perusahaan pada perusahaan subsektor energi yang terdaftar di BEI.

Dari hasil pengujian, Variabel Fundamental Makro memberikan pengaruh negatif sebesar **-0,109** terhadap Kinerja Perusahaan.

Namun, pengaruh tersebut **tidak signifikan**, dengan **t-statistic sebesar 0,788** dan **p-value 0,431 $\geq$ 0,05**. Karena p-value lebih besar dari 0,05, maka **H₀ diterima dan H₂ ditolak**.

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa **variabel fundamental makro memberikan pengaruh negatif terhadap Kinerja Perusahaan** pada subsektor energi, namun pengaruh tersebut tidak signifikan secara statistik ($\beta = -0,109$; $t = 0,788$; $p = 0,431 \geq 0,05$). Temuan ini selaras dengan beberapa studi empiris di Indonesia yang menunjukkan bahwa **variabel makroekonomi tidak selalu berpengaruh kuat terhadap kinerja perusahaan**, meskipun secara teoritis ekspektasi hubungan negatif diajukan. Sebagai contoh, penelitian pada sektor consumer goods melaporkan bahwa faktor makro tidak berpengaruh signifikan terhadap kinerja perusahaan di BEI, meskipun kerangka ekonominya relevan secara umum (Suseno, 2020). Selain itu, studi pada perusahaan subsektor energi di BEI juga menemukan sebagian besar hubungan antara indikator makro dan kinerja keuangan tidak signifikan secara statistik, memperkuat argumen bahwa dampak makro dalam konteks energi terkadang lemah secara statistik meskipun arah koefisiennya mengikuti teori risiko sistematis (Pratiwi, D. R., & Hwihanus, 2024). Di samping itu, penelitian pada indeks sektor energi Indonesia melaporkan bahwa variabel makro tertentu (mis. inflasi) tidak berpengaruh signifikan terhadap indeks performa energi, walaupun dampaknya bersifat negatif secara koefisien (Rois & Riwayati, 2024).

H₃ Fundamental Makro berpengaruh signifikan terhadap Behavior Finance pada perusahaan subsektor energi yang terdaftar di BEI.

Dari hasil pengujian, Fundamental Makro memiliki koefisien negatif **-0,188** terhadap Behavior Finance.

Namun, pengaruh tersebut **tidak signifikan**, dengan **t-statistic 1,263** dan **p-value 0,207 $\geq$ 0,05**. Karena p-value lebih besar dari 0,05, maka **H₀ diterima dan H₃ ditolak**.

Hasil penelitian menunjukkan bahwa **fundamental makro memiliki pengaruh negatif namun tidak signifikan terhadap behavior finance** pada perusahaan subsektor energi. Temuan ini konsisten dengan studi sebelumnya yang menunjukkan bahwa korelasi antara variabel makroekonomi dan **investor sentiment** tidak selalu kuat atau signifikan secara statistik, karena perilaku investor sering dipengaruhi oleh faktor psikologis dan eksternal lainnya (Angraini, Hutasoit, & Ugut, 2022) (Banchit et al., 2020). Selain itu, penelitian lain di pasar modal Indonesia menunjukkan bahwa variabel eksternal seperti suku bunga, inflasi, dan kondisi ekonomi global dapat memengaruhi perilaku investor, namun efeknya lebih kompleks dan tidak selalu signifikan secara langsung, sejalan dengan hasil H3 yang ditemukan (Rantina & Santoso, 2025).

H₄ Struktur Kepemilikan berpengaruh signifikan terhadap Kinerja Perusahaan pada perusahaan subsektor energi yang terdaftar di BEI.

Dari hasil pengujian, Struktur Kepemilikan memberikan pengaruh positif sebesar **0,677** terhadap Kinerja Perusahaan.

Pengaruh tersebut **signifikan**, dengan **t-statistic 3,868** dan **p-value 0,000 < 0,05**. Karena p-value lebih kecil dari 0,05, maka **H₀ ditolak dan H₄ diterima**.

Hasil penelitian ini mendukung temuan sebelumnya yang menunjukkan bahwa **struktur kepemilikan berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan**, khususnya melalui mekanisme pengawasan dan alignment antara pemilik dan manajemen (Sari, 2015). Selain itu, meskipun dalam konteks subsektor energi hasil (Pratiwi & Hwihanus, 2024) perlu interpretasi lebih lanjut dalam model strukturalnya, temuan umum literatur menunjukkan pentingnya peran struktur kepemilikan dalam memperbaiki kinerja keuangan.

H₅ Struktur Kepemilikan berpengaruh signifikan terhadap Behavior Finance pada perusahaan subsektor energi yang terdaftar di BEI.

Dari hasil pengujian, Struktur Kepemilikan memberikan pengaruh positif sebesar **0,405**, menunjukkan bahwa Struktur Kepemilikan memberikan pengaruh positif terhadap Behavior Finance. Namun, pengaruh tersebut **tidak signifikan** ditunjukkan oleh nilai **t-statistic 0,932** dan **P-value 0,351 ≥ 0,05**. Karena P-value ≥ 0,05, maka **H₀ diterima dan H₅ tidak didukung**.

Temuan ini mengindikasikan bahwa meskipun kepemilikan yang terkonsentrasi dapat mencerminkan tata kelola yang lebih kuat, **struktur kepemilikan tidak otomatis membentuk perilaku investor**—perilaku tersebut lebih dipengaruhi oleh sentimen pasar, informasi sektoral, serta karakteristik investor (institusional vs ritel). Bukti dari studi empiris di pasar modal Indonesia mendukung interpretasi ini; beberapa penelitian menemukan bahwa peran kepemilikan terhadap herding atau sentimen bersifat lemah atau tidak langsung, karena efek ownership sering dimediasi oleh faktor lain seperti ukuran investor, akses informasi, dan kondisi pasar (Marietza & Tifani, n.d.) (OJK, 2018). Selain itu, analisis hubungan antara ownership dan sentiment menunjukkan bahwa dampak kepemilikan terhadap perilaku pasar sering muncul melalui mekanisme risiko dan struktur pendanaan, bukan sebagai pengaruh langsung terhadap bias perilaku investor (Kustina & Juliansyah, 2025). Secara konseptual, hasil ini konsisten dengan H3 yang menunjukkan bahwa **fundamental makro juga tidak signifikan memengaruhi behavior finance**, dan dengan H4 yang menemukan bahwa **struktur kepemilikan secara langsung meningkatkan kinerja perusahaan**—menunjukkan bahwa struktur kepemilikan lebih efektif melalui kanal tata kelola menuju kinerja (H4) daripada melalui kanal psikologi investor (H5).

H₆ Struktur Kepemilikan berpengaruh signifikan terhadap Keputusan Investasi Saham pada perusahaan subsektor energi yang terdaftar di BEI.

Dari hasil pengujian, Struktur Kepemilikan memberikan pengaruh negative sebesar - 0,139. Namun pengaruh tersebut **tidak signifikan**, terlihat dari **t-statistic 0,933** dan **P-value 0,351 $\geq$ 0,05**. Karena **P-value $\geq$ 0,05** maka **H₀ diterima**, sehingga **H₆ tidak terdukung**.

Temuan H₆ bahwa **struktur kepemilikan tidak berpengaruh signifikan terhadap keputusan investasi saham** sejalan dengan beberapa studi empiris. (Sari & Husada, 2021) menunjukkan bahwa interaksi antara struktur kepemilikan dan keputusan investasi tidak memperkuat hubungan nilai perusahaan, sehingga implikasi kepemilikan terhadap keputusan investasi menjadi lebih lemah. Selain itu, studi (Wahyudi & Chairunesia, 2019) pada perusahaan LQ45 menemukan bahwa elemen corporate governance seperti kepemilikan manajerial dan institusional tidak selalu memiliki dampak signifikan pada keputusan investasi. Lebih jauh, (OJK, 2018) menegaskan bahwa perilaku investor dalam pengambilan keputusan investasi sering dipengaruhi oleh sentimen dan strategi pasar dibandingkan oleh struktur kepemilikan perusahaan.

H₇ Kinerja Perusahaan berpengaruh signifikan terhadap Keputusan Investasi Saham pada perusahaan subsektor energi yang terdaftar di BEI.

Dari hasil pengujian, Kinerja Perusahaan memberikan pengaruh positif sebesar 0,094. namun **tidak signifikan** karena **t-statistic hanya 0,729** dan **P-value 0,466 $\geq$ 0,05**. Karena **P-value $\geq$ 0,05**, maka **H₀ diterima**, sehingga **H₇ tidak didukung**.

Temuan ini konsisten dengan beberapa studi empirik yang melaporkan bahwa dampak kinerja keuangan terhadap keputusan investasi atau nilai perusahaan tidak selalu signifikan di pasar Indonesia, sehingga koefisien positif yang tidak mencapai signifikansi dapat terjadi karena pengaruh variabel moderasi, kondisi pasar, atau dominasi faktor lain seperti sentimen pasar dan harga komoditas (Susena et al., n.d.) (Suteja et al., 2023) (Memarista, 2022). Oleh karena itu, hasil H₇ mengindikasikan bahwa investor subsektor energi mungkin lebih dipengaruhi oleh sinyal pasar eksternal daripada oleh kinerja historis perusahaan ketika mengambil keputusan investasi.

H₈ Behavior Finance berpengaruh signifikan terhadap Keputusan Investasi Saham pada perusahaan subsektor energi yang terdaftar di BEI.

Dari hasil pengujian, Behavior Finance memberikan pengaruh positif sebesar 0,036. Dengan Nilai **t-statistic 0,613** dan **P-value 0,540 $\geq$ 0,05** menunjukkan bahwa pengaruh tersebut **tidak signifikan**. Karena **P-value $\geq$ 0,05**, maka **H₀ diterima**, sehingga **H₈ tidak didukung**.

Temuan ini sejalan dengan beberapa studi empiris yang menemukan bahwa beberapa komponen perilaku finansial seperti representativeness bias dan availability bias tidak berpengaruh signifikan terhadap keputusan investasi saham dalam konteks investor Indonesia (Willyanto et al., 2019). Selain itu, penelitian lain menunjukkan bahwa variabel perilaku seperti herding dan mental accounting juga tidak signifikan dalam menentukan keputusan investasi, meskipun bias lain mungkin berpengaruh (Wibowo & Widianingsih, 2025). Studi pada perilaku heuristik juga melaporkan bahwa representativeness tidak signifikan terhadap keputusan investasi saham, menegaskan bahwa pengaruh behavior finance terhadap keputusan investasi dapat bersifat lemah atau tidak konsisten tergantung pada konteks dan bias yang diukur (Sihotang et al., 2020). Dengan demikian, hasil H₈ mengindikasikan bahwa dalam subsektor energi, investor mungkin mempertimbangkan faktor lain seperti karakteristik fundamental, harga komoditas, atau sentimen pasar dibandingkan bias perilaku individu.

H₉ Investasi Digital berpengaruh signifikan terhadap Keputusan Investasi Saham pada perusahaan subsektor energi yang terdaftar di BEI.

Dari hasil pengujian, Investasi Digital memberikan pengaruh positif kuat sebesar 0,878. Pengaruh ini **signifikan**, ditunjukkan oleh **t-statistic 6,425** dan **P-value $0,000 \leq 0,05$** . Karena **P-value $\leq 0,05$** , maka **H₀ ditolak**, sehingga **H₉ didukung**.

Temuan ini konsisten dengan bukti empiris bahwa adopsi platform trading dan teknologi finansial meningkatkan aksesibilitas, kecepatan informasi, serta efisiensi eksekusi transaksi sehingga mendorong partisipasi dan keputusan investasi investor ritel. Studi internasional yang mempelajari efek aplikasi trading menemukan hubungan kuat antara penggunaan aplikasi dan perubahan perilaku investasi ritel, termasuk peningkatan intensitas pengambilan keputusan (Freibauer et al., 2024). Bukti lain menunjukkan bahwa adopsi online trading apps mempercepat keputusan investasi melalui kemudahan eksekusi dan informasi real-time (Johri et al., 2023). Di konteks Indonesia, penelitian empiris juga menyimpulkan bahwa fintech dan platform digital memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap keputusan investasi masyarakat, mendukung temuan kuat pada H₉

H₁₀ Behavior Finance memoderasi pengaruh Investasi Digital terhadap Keputusan Investasi Saham perusahaan subsektor energi yang terdaftar di BEI.

Dari hasil pengujian, interaksi tersebut memberikan pengaruh positif sebesar 0,043. Dengan **t-statistic 0,331** dan **P-value $0,740 \geq 0,05$** , menunjukkan bahwa efek moderasi tidak signifikan. Karena **P-value $\geq 0,05$** , maka **H₀ diterima**, sehingga **H₁₀ tidak didukung**.

Temuan ini konsisten dengan studi yang menunjukkan bahwa adopsi teknologi finansial dapat memengaruhi perilaku investor tetapi tidak selalu meningkatkan pengaruh perilaku psikologis dalam konteks moderasi terhadap hubungan teknologi-keputusan investasi (Hasanah et al., 2024). Penelitian lain menyimpulkan bahwa ketika teknologi finansial menjadi variabel dominan, peran bias perilaku seperti herding menjadi kurang kuat sebagai moderator dalam hubungan antara fintech dan keputusan investasi (Hanuun, 2025). Hasil ini sejalan dengan bukti empiris bahwa teknologi finansial sering *mengurangi atau menyederhanakan* dampak bias psikologis pada proses pengambilan keputusan, sehingga efek moderasi dari behavior finance tidak muncul secara signifikan dalam model yang menggabungkan investasi digital dan keputusan investasi.

H₁₁ Kinerja Perusahaan memoderasi pengaruh Investasi Digital terhadap Keputusan Investasi Saham perusahaan subsektor energi yang terdaftar di BEI.

Dari hasil pengujian, interaksi tersebut memberikan pengaruh positif sebesar 0,025. Dengan nilai **t-statistic 0,203** dan **P-value $0,839 \geq 0,05$** , sehingga tidak signifikan. Karena **P-value $\geq 0,05$** , maka **H₀ diterima**, sehingga **H₁₁ tidak didukung**.

Temuan ini konsisten dengan literatur yang menegaskan bahwa **investasi digital bekerja sebagai kanal dominan** (memberi akses informasi real-time dan kemudahan eksekusi) sehingga efek teknologi terhadap keputusan investasi sering bersifat independen dari kondisi kinerja perusahaan (Hambali, n.d.). Selain itu, studi terkait moderasi pada konteks fintech menunjukkan bahwa **hanya moderator tertentu yang berkaitan langsung dengan kapabilitas penggunaan teknologi** yang cenderung memperlihatkan efek moderasi — sedangkan variabel firm-level seperti kinerja perusahaan tidak otomatis memoderasi hubungan teknologi → keputusan investasi (Amimakmur et al., 2024). Dengan demikian, tidak-signifikannya interaksi pada H₁₁ dapat dipahami secara teoritis dan empiris: investasi digital mengurangi peran moderasi kinerja dalam memengaruhi keputusan investasi di era platform digital.

Hi	Pengujian Tidak Langsung	Original Sample (O)	Sample Mean (M)	Standard Deviation (STDEV)	T Statistic (O/STDEV)	P-value	Significant
	Fundamental Makro X1 → Kinerja Perusahaan Z1 → Keputusan Investasi Saham Y1	-0,010	-0,011	0,029	0,355	0,722	Not Significant
	Fundamental Makro X1 → Behavior Finance Z2 → Keputusan Investasi Saham Y1	-0,007	-0,007	0,012	0,550	0,583	Not Significant
	Struktur Kepemilikan X2 → Kinerja Perusahaan Z1 → Keputusan Investasi Saham Y1	0,063	0,077	0,096	0,664	0,507	Not Significant
	Struktur Kepemilikan X2 → Behavior Finance Z2 → Keputusan Investasi Saham Y1	0,014	0,006	0,037	0,388	0,698	Not Significant

Pembahasan Pengujian Tidak Langsung

Kinerja Perusahaan memediasi pengaruh Fundamental Makro terhadap Keputusan Investasi Saham.

Dari hasil pengujian, interaksi tersebut memberikan pengaruh negating sebesar **-0,010** dengan *p-value* **0,722**, yang berarti **tidak signifikan** pada tingkat signifikansi 5%.

Temuan ini konsisten dengan beberapa studi empiris yang menunjukkan bahwa *tidak semua kanal mediasi berjalan secara signifikan*: misalnya, penelitian (Indarto & Santoso, 2021) menemukan bahwa kinerja perusahaan tidak menjadi intervening variable antara faktor makro dan reaksi pasar modal, sehingga *peran mediasi kinerja sering lemah atau tidak muncul*. Selain itu, analisis pada sektor energi menunjukkan bahwa meskipun kinerja keuangan dapat memediasi beberapa hubungan, pada relasi tertentu (seperti governance → harga saham) mediasi itu tidak signifikan (Agustina & Kartika, 2025). Studi lainnya bahkan melaporkan bahwa nilai uji mediasi kinerja keuangan terhadap jalur ekonomi makro → harga saham tidak signifikan pada beberapa hubungan tertentu, menunjukkan bahwa mediasi bisa tergantung konteks variabel dan pasar (Omi Pramiana, 2018). Temuan-temuan ini mendukung interpretasi bahwa kinerja perusahaan tidak selalu merupakan mediator kuat antara fundamental makro dan keputusan investasi, khususnya di subsektor energi yang sangat dipengaruhi oleh faktor sektor spesifik dan sentimen pasar.

Behavior Finance memediasi pengaruh Fundamental Makro terhadap Keputusan Investasi Saham.

Dari hasil pengujian, interaksi tersebut memberikan pengaruh negative sebesar **-0,007** dengan *p-value* **0,583**, sehingga dinyatakan **tidak signifikan**.

Temuan ini konsisten dengan bukti empiris sebelumnya yang menunjukkan bahwa beberapa kanal mediasi teoritis—seperti kinerja atau variabel perilaku—sering kali tidak signifikan dalam meneruskan efek variabel makro ke respons investor atau pasar. (Indarto & Santoso, 2021) melaporkan bahwa internal financial decisions dan company performance tidak berperan sebagai mediator signifikan dalam beberapa hubungan makro-market; Selain itu, bukti empiris menunjukkan bahwa **variabel perilaku investor tidak selalu mampu menyalurkan pengaruh variabel lain terhadap keputusan investasi**, sehingga peran mediasi perilaku sering kali tidak signifikan secara statistik. Selain itu, analisis kuantitatif lain mendokumentasikan kasus di mana indirect effect melalui mediator tertentu tidak signifikan karena masalah power statistik, sifat lagging mediator, atau adanya kanal alternatif yang lebih. Oleh karena itu, hasil saat ini mendukung interpretasi bahwa **jalur langsung fundamental makro ke keputusan**

investasi atau kanal lain (mis. sentimen pasar, harga komoditas) lebih dominan daripada jalur tidak langsung melalui behavior finance.

Kinerja Perusahaan memediasi pengaruh Struktur Kepemilikan terhadap Keputusan Investasi Saham.

Dari hasil pengujian, interaksi tersebut memberikan pengaruh positif sebesar **0,063** dengan *p-value* **0,507**, sehingga **tidak signifikan**.

Temuan ini konsisten dengan literatur empiris yang menunjukkan bahwa mediasi kinerja antara struktur kepemilikan dan outcome pasar tidak selalu muncul secara signifikan. Sahrul & Novita (2019) melaporkan bahwa kinerja gagal memediasi beberapa jalur antara kepemilikan manajerial dan nilai perusahaan; studi lain di konteks Indonesia menunjukkan pola serupa di mana dimensi kepemilikan domestik tidak selalu berkaitan signifikan dengan nilai pasar sehingga kinerja tidak menjadi kanal yang kuat (Setiany et al., 2020). Selain itu, kajian empiris pada uji-uji mediasi menemukan bahwa faktor-faktor seperti heterogenitas sampel, sifat lagging kinerja, dan dominasi kanal lain (mis. sinyal tata kelola langsung atau sentimen pasar) dapat menyebabkan indirect effect menjadi tidak signifikan (Nurshalihah et al., 2023). Oleh karena itu, hasil mediasi yang tidak signifikan pada penelitian ini dapat dipahami secara teoretis dan empiris: struktur kepemilikan tampak memengaruhi keputusan investasi lebih melalui mekanisme sinyal/tata kelola langsung daripada melalui perubahan kinerja yang terukur.

Behavior Finance memediasi pengaruh Struktur Kepemilikan terhadap Keputusan Investasi Saham.

Dari hasil pengujian, interaksi tersebut memberikan pengaruh positif sebesar **0,014** dengan *p-value* **0,698**, yang berarti **tidak signifikan**.

Hasil pengujian menunjukkan bahwa **behavior finance tidak memediasi pengaruh struktur kepemilikan terhadap keputusan investasi saham** (indirect effect = 0,014; $p = 0,698$). Temuan ini konsisten dengan sejumlah studi empiris yang menunjukkan bahwa variabel-variabel perilaku investor tidak selalu berfungsi sebagai mediator efektif dalam model keputusan investasi. Beberapa penelitian melaporkan bahwa mediator perilaku (mis. risk perception atau komponen-komponen bias) gagal memediasi hubungan antara faktor psikologis/korporat dan keputusan investasi karena adanya pengaruh langsung yang dominan, heterogenitas responden, atau karakter situasional dari bias perilaku. Oleh karena itu, tidak signifikannya peran mediasi behavior finance dalam studi ini dapat dipahami sebagai fenomena empiris yang terdokumentasi – yakni bahwa struktur kepemilikan kerap memengaruhi keputusan investasi secara langsung melalui sinyal tata kelola dan kepercayaan investor, bukan selalu melalui perubahan perilaku psikologis (Widyaningsih et al., 2024).

IMPLIKASI

Hasil penelitian ini memberikan sejumlah implikasi penting bagi teori, praktik, dan pemangku kebijakan pada sektor energi di Indonesia. Temuan bahwa fundamental makro terbukti berpengaruh signifikan terhadap keputusan investasi menunjukkan bahwa dinamika ekonomi nasional, seperti inflasi, suku bunga, dan pertumbuhan PDB, masih menjadi faktor utama yang dipertimbangkan investor dalam menilai risiko dan potensi return saham subsektor energi. Dalam konteks teori keuangan modern, hasil ini mempertegas bahwa faktor risiko sistematis tetap menjadi determinan utama keputusan investasi, terutama bagi sektor yang sensitif terhadap perubahan global seperti energi.

Di sisi lain, ketidaksignifikanan pengaruh fundamental makro terhadap kinerja perusahaan dan perilaku keuangan investor mengindikasikan bahwa perusahaan subsektor energi lebih dipengaruhi oleh faktor internal seperti efisiensi operasional dan harga komoditas

global daripada kondisi makro domestik. Temuan ini memberikan implikasi manajerial bahwa perusahaan perlu memperkuat tata kelola internal, meningkatkan produktivitas, dan mengoptimalkan strategi operasional untuk menjaga profitabilitas.

Struktur kepemilikan yang terbukti signifikan dalam meningkatkan kinerja perusahaan menegaskan relevansi teori keagenan bahwa komposisi kepemilikan yang tepat dapat mengurangi konflik kepentingan antara pemilik dan manajemen. Hal ini memberikan dorongan bagi perusahaan untuk memperhatikan keseimbangan kepemilikan institusional, manajerial, dan asing agar efektivitas pengawasan meningkat.

Penelitian ini juga menampilkan fenomena menarik bahwa behavior finance dan kinerja perusahaan tidak signifikan memengaruhi keputusan investasi. Hal ini mencerminkan bahwa investor subsektor energi lebih berfokus pada dinamika pasar dan faktor eksternal ketimbang indikator fundamental perusahaan atau bias psikologis. Sementara itu, investasi digital yang terbukti sebagai faktor paling dominan memengaruhi keputusan investasi menunjukkan bahwa transformasi digital telah menggeser pola pengambilan keputusan investor, di mana kemudahan akses, informasi cepat, dan fitur platform menjadi pendorong utama aktivitas transaksi.

Temuan bahwa tidak ada variabel yang mampu berfungsi sebagai moderasi ataupun mediasi juga memberikan kontribusi teoretis bahwa hubungan antarvariabel dalam sektor energi cenderung bersifat langsung, tidak dipengaruhi mediator maupun kondisi tertentu. Bagi regulator seperti OJK dan BEI, hasil ini memberikan sinyal bahwa perhatian lebih perlu diarahkan pada penguatan sistem perdagangan digital, literasi digital, dan perlindungan investor, terutama karena investasi digital menjadi penentu keputusan investasi.

Secara keseluruhan, hasil penelitian ini memberi gambaran bahwa pada era digital, keputusan investasi pada subsektor energi lebih dipengaruhi oleh faktor makro dan teknologi, sedangkan variabel psikologis serta fundamental internal perusahaan belum menjadi perhatian utama investor.

SIMPULAN

Berdasarkan data atas lima variabel independen, dua variabel intervening, dua variabel moderasi, dan satu variabel dependen yang telah diuji dan dianalisis, penelitian tentang pengaruh Fundamental Makro, Struktur Kepemilikan, Kinerja Perusahaan, Behavior Finance, dan Investasi Digital terhadap Keputusan Investasi Saham pada perusahaan subsektor energi yang tercatat di BEI periode 2020-2024 ini telah menghasilkan kesimpulan sebagai berikut:

1. **Hasil penelitian menyatakan bahwa hipotesis pertama (H1) diterima**, karena hasil pengujian menunjukkan terdapat pengaruh yang negatif dan signifikan secara statistik antara Fundamental Makro terhadap Keputusan Investasi Saham.
2. **Hasil penelitian menyatakan bahwa hipotesis kedua (H2) ditolak**, karena hasil pengujian menunjukkan terdapat pengaruh negatif tetapi tidak signifikan secara statistik antara Fundamental Makro terhadap Kinerja Perusahaan.
3. **Hasil penelitian menyatakan bahwa hipotesis ketiga (H3) ditolak**, karena hasil pengujian menunjukkan terdapat pengaruh negatif tetapi tidak signifikan secara statistik antara Fundamental Makro terhadap Behavior Finance.
4. **Hasil penelitian menyatakan bahwa hipotesis keempat (H4) diterima**, karena hasil pengujian menunjukkan terdapat pengaruh positif yang signifikan secara statistik antara Struktur Kepemilikan terhadap Kinerja Perusahaan.
5. **Hasil penelitian menyatakan bahwa hipotesis kelima (H5) ditolak**, karena hasil pengujian menunjukkan terdapat pengaruh positif tetapi tidak signifikan secara statistik antara Struktur Kepemilikan terhadap Behavior Finance.

6. Hasil penelitian menyatakan bahwa hipotesis keenam (H6) ditolak, karena hasil pengujian menunjukkan terdapat pengaruh negatif tetapi tidak signifikan secara statistik antara Struktur Kepemilikan terhadap Keputusan Investasi Saham.
7. Hasil penelitian menyatakan bahwa hipotesis ketujuh (H7) ditolak, karena hasil pengujian menunjukkan terdapat pengaruh positif tetapi tidak signifikan secara statistik antara Kinerja Perusahaan terhadap Keputusan Investasi Saham.
8. Hasil penelitian menyatakan bahwa hipotesis kedelapan (H8) ditolak, karena hasil pengujian menunjukkan terdapat pengaruh positif tetapi tidak signifikan secara statistik antara Behavior Finance terhadap Keputusan Investasi Saham.
9. Hasil penelitian menyatakan bahwa hipotesis kesembilan (H9) diterima, karena hasil pengujian menunjukkan terdapat pengaruh positif yang signifikan secara statistik antara Investasi Digital terhadap Keputusan Investasi Saham.
10. Hasil penelitian menyatakan bahwa hipotesis kesepuluh (H10) ditolak, karena hasil pengujian menunjukkan tidak terdapat pengaruh moderasi yang signifikan dari Behavior Finance pada hubungan antara Investasi Digital dan Keputusan Investasi Saham.
11. Hasil penelitian menyatakan bahwa hipotesis kesebelas (H11) ditolak, karena hasil pengujian menunjukkan tidak terdapat pengaruh moderasi yang signifikan dari Kinerja Perusahaan pada hubungan antara Investasi Digital dan Keputusan Investasi Saham.

DAFTAR PUSTAKA

- Aftab, R., Fazal, A., & Andleeb, R. (2025). Acta Psychologica Behavioral biases and Fintech adoption: Investigating the role of financial literacy. *Acta Psychologica*, 257(October 2024), 105065. <https://doi.org/10.1016/j.actpsy.2025.105065>
- Akuntansi, P. S., & Akuntansi, P. S. (2021). 1) , 2) 1. 05(02), 1142-1153.
- Amimakmur, S. A., Saifi, M., Damayanti, C. R., & Hutahayan, B. (2024). Journal of Open Innovation: Technology, Market, and Complexity Assessing the moderating effect of IT innovation on the interplay among company size, financial performance, and company value. *Journal of Open Innovation: Technology, Market, and Complexity*, 10(3), 100318. <https://doi.org/10.1016/j.joitmc.2024.100318>
- Angraini, L. A. (2022). *Jurnal Bisnis dan Manajemen Sentimen Investor, Faktor Fundamental Makroekonomi dan Excess Return Pasar Saham di Indonesia*. 9(1), 27-34.
- Banchit, A., Abidin, S., Lim, S., & Morni, F. (2020). *Investor Sentiment, Portfolio Returns, and Macroeconomic Variables*.
- Cahyaningtyas, F. (2022). PERAN MODERASI CORPORATE SOSIAL RESPONSIBILITY TERHADAP NILAI PERUSAHAAN: PERSPEKTIF TEORI. 202 2, 153-159.
- Christa, U. R., & Syamsudin, A. (2025). *Macroeconomic determinants of stock price volatility: Evidence from the Indonesia Stock Exchange*. 14(1), 16-27.
- Ekonomi, F., Dan, M., Mikro, E., Harga, T., Pada, S., Bursa, D. I., & Indonesia, E. (n.d.). *Faktor ekonomi makro dan ekonomi mikro terhadap harga saham pada bank pembangunan daerah (bpd) yang terdaftar di bursa efek indonesia. m*.
- Freibauer, J., Grawert, S., & Rieger, M. O. (2024). *The effects of trading apps on investment behavior over time The effects of trading apps on investment behavior over time*. 4364. <https://doi.org/10.1080/1351847X.2024.2401604>
- Governance, C., & Saham, H. (2025). *Balance: Jurnal Akuntansi dan Manajemen*. 4(3), 1725-1738.
- Hambali, D. (n.d.). *The Impact of Financial Technology, Financial Literacy, and Financial Performance on Investment Decisions*. 7(2), 115-124.

- Hasanah, A., Riani, D., & Ady, A. (2024). *YUME : Journal of Management Behavioral Finance in the Digital Era : How Fintech Innovations Influence Investor Decision-Making and Risk Perception*. 7(2), 1633-1641.
- Ilmu, J., Akuntansi, R., & Warap, F. (2015). *PENGARUH STRUKTUR KEPEMILIKAN TERHADAP KINERJA PERUSAHAAN DENGAN STRUKTUR MODAL SEBAGAI PEMODERASI*. 4(8).
- Johri, A., Wasiq, M., Kaur, H., & Asif, M. (2023). Heliyon Assessment of users ' adoption behaviour for stock market investment through online applications. *Heliyon*, 9(9), e19524. <https://doi.org/10.1016/j.heliyon.2023.e19524>
- Kustina, L., & Juliansyah, D. (2025). *Does Investor Sentiment Moderate the Link Between Ownership Structure , Debt , and Stock Price Crash Risk in the Indonesian Technology Sector ?* 6(March), 87-113.
- Lubis, S. H., Bisnis, F., Universal, U., & Keuangan, L. (2022). *Analisis Literasi Keuangan, Overconfidence dan Toleransi Risiko Terhadap Keputusan Investasi Saham*. 684-696.
- Marietza, F., & Tifani, S. (n.d.). *DO FIRM VALUE AND INSTITUTIONAL INVESTORS AFFECT ON HERDING*.
- Memarista, G. (2022). *DETERMINANTS OF FIXED-ASSET INVESTMENT*. 87-100.
- Nurshalihah, A. U., Sholahuddin, M., Haryanto, S., Administrasi, M., Universitas, P., & Surakarta, M. (2023). *THE OWNERSHIP STRUCTURE IN BUILDING FINANCIAL PERFORMANCE USING LEVERAGE AS A MEDIATION VARIABLE : FOCUSING ON MANUFACTURING COMPANIES THAT ADHERE TO*. July, 414-431.
- Penurunan, P., Dan, I., Aversion, L., Terhadap, B., Dengan, I., Keuangan, L., & Pemoderasi, S. (2025). *Balance : Jurnal Akuntansi dan Manajemen*. 4(2), 1032-1042.
- Pratiwi, A. (2024). <https://doi.org/10.59031/jkpim.v2i3.440>. 2(3), 23-35.
- Rantina, M., & Santoso, G. (2025). *Analisis pengaruh faktor eksternal terhadap perilaku investor di pasar modal Analysis of the influence of external factors on investor behavior in the capital market*. 1(2), 92-102. <https://doi.org/10.37373/ejm.v1i2.1704>
- Rois, M. K., & Riwayati, H. E. (2024). *Analysis Of The Effect Of Coal Prices And Macroeconomic Factors On The Energy Sector Index In Indonesia*. 5(2), 108-116.
- Saham, T. H. (2022). *UNIVERSITAS MUHAMMADIYAH JAMBI Halaman 1 dari 95*. 10(2), 1-13.
- Sahrul, M., & Novita, S. (2019). *Ownership Structure , Firm Value and Mediating Effect of Firm Performance*. XXIV(02), 219-233.
- Sari, P. N., & Husada, C. (2021). *Pengaruh Struktur Kepemilikan Terhadap Corporate Value Dengan Keputusan Investasi Dan Pendanaan Sebagai Moderating*. 21(1), 17-30.
- Sari, P. N., Nurlaela, R., & Budilaksono, A. (2025). *Journal la sociale*. 06(04), 1171-1184. <https://doi.org/10.37899/journal-la-sociale.v6i4.2110>
- Semarang, U., Santoso, D., & Semarang, U. (2021). *Mediation Effects of Internal Financial Decisions and Company Performance on the Relationship of Macroeconomic Factors and Market Reactions*. 5992(1), 53-69.
- Setiany, E., Syamsudin, S., & Sundawini, A. (2020). *Ownership Structure and Firm Value : The Mediating Effect of Intellectual Capital*. 13(10), 1697-1711.
- Setiawan, Y. C., Universitas, K., Widya, K., & Surabaya, M. (2024). *Exploring the Relationship between Ownership Structure and Financial Performance: An Empirical Analysis of Indonesian Companies* 1. April, 1093-1106. <https://doi.org/10.24843/EJA.2024.v34.i05.p02>

- Shahadat, M. M. H., Hena, A., Yeaseen, M., Nathan, R. J., & Fekete-farkas, M. (2023). *Digital Technologies for Firms ' Competitive Advantage and Improved Supply Chain Performance*.
- Sihotang, E. H., Adam, M., Widiyanti, M., Sarjana, P., & Palembang, U. S. (2020). *Jurnal Riset Ekonomi dan Bisnis*. 13(1), 28-44.
- Sugianto, J. Y., Ekonomi, F., & Surabaya, U. A. (2024). *Analisis Pengaruh Fundamental Makro , Kebijakan Dividen , Keputusan Pendanaan , Keputusan Investasi , Terhadap Nilai Perusahaan Dengan Kinerja Keuangan & Struktur Kepemilikan sebagai Variabel Intervening Pada Perusahaan Sektor Industrial Yang Terdaftar Di BEI Tahun 2018- 2023 Ratio (PER) rasio tersebut digunakan untuk memperkirakan nilai saham dengan dengan jumlah saham yang beredar sehingga saat investor mengevaluasi kinerja perusahaan pilihan apakah perusahaan menggunakan pendanaan internal / melalui ekuitas dan pendanaan*. 1(4).
- Surya, G., Saputra, S., Gustini, E., Studi, P., Universitas, A., & Darma, B. (2024). *Pengaruh Struktur Kepemilikan , Leverage dan Return On Asset (ROA) Terhadap Kebijakan Dividen pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Dibursa Efek Indonesia Tahun 2021-2023*. 4.
- Susena, K. C., Amalia, M. M., Moridu, I., Adi, P., & Leon, H. (n.d.). *Effect of Financial Performance and Investment Decision on Company Value in Manufacturing Companies Listed on the Indonesia Stock Exchange*. 22267-22273.
- Suteja, J., Gunardi, A., & Alghifari, E. S. (2023). *Investment Decision and Firm Value : Moderating Effects of Corporate Social Responsibility and Profitability of Non-Financial Sector Companies on the Indonesia Stock Exchange*.
- Tbk, P. T. M. I. (2020). *FINANCIAL PERFORMANCE , MACROECONOMIC FACTORS AND COMPANY CHARACTERISTICS IN CONSUMER GOODS COMPANY*. 2020(3), 296-304.
- Wahyudi, S. M., & Chairunesia, W. (2019). *The Effect of Good Corporate Governance on Investment Decisions and Profitability and Its Impact on Corporate Value*. 9(3), 140-149. <https://doi.org/10.6007/IJARAFMS/v9-i3/6353>
- Wibowo, M. C., & Widianingsih, L. P. (2025). *BEHAVIORAL BIASES , FINANCIAL LITERACY AND INVESTMENT DECISION-MAKING*. 17(3), 251-270.
- Widyaningsih, D., Susilowati, H., & Hargyatni, T. (2024). *Peran mediasi behavior finance berinvestasi Milenial dan Gen Z dalam preferensi*. 4(3), 513-528.
- Willyanto, J., Wijaya, G. V., & Petra, U. K. (2019). *Jurnal Akuntansi dan Pajak*. WP/18/04 *Investors Behavior and Trading Strategies: Evidence from Indonesia Stock Exchange*. (2018). December.
- Yuniasara, Y. (2025). *Financial Reporting Quality, Ownership Structure And Investment Efficiency*. 8(2), 235-251. <https://doi.org/10.22219/jaa.v8i2.39296>