



## Sentimen Investor, Faktor Fundamental Makroekonomi dan *Excess Return* Pasar Saham di Indonesia

Submitted Date :  
31 December 2021

Accepted Date :  
21 March 2022

**Lestari Ayu Angraini\***  
Universitas Pelita Harapan, Indonesia  
[lestari.angraini@uph.edu](mailto:lestari.angraini@uph.edu)

**Novita Sari Hutasoit**  
Universitas Pelita Harapan, Indonesia  
[novita.hutasoit@uph.edu](mailto:novita.hutasoit@uph.edu)

**Gracia Shinta Ugut**  
Universitas Pelita Harapan, Indonesia  
[gracia.ugut@uph.edu](mailto:gracia.ugut@uph.edu)

### How to Cite:

Angraini, L. A., Hutasoit, N. S., & Ugut, G. S. (2022). Sentimen Investor, Faktor Fundamental Makroekonomi dan *Ecess Return* Pasar Saham di Indonesia. *Jurnal Bisnis dan Manajemen*, 27-34. doi:<https://doi.org/10.26905/jbm.v9i1.7178>

### Abstract:

*This study aims to examine the effect of investor sentiment and macroeconomic fundamentals on excess returns which are useful for decision making in optimizing portfolios. This study used the aggregate market with the aim of knowing the entire stock market in Indonesia, and used daily data during 2020 with a total of 242 data according to the number of trading days in 2020. This study used trading volume, advance-decline ratio, market turnover, share turnover for sentiment investor indicators. SBI Interest Rate, S&P500 Index, and exchange rate were used as indicators of macroeconomic fundamentals. The sentiment investor proxies are analyzed using Principal Component Analysis (PCA). Through GARCH analysis, it is found that investor sentiment has a positive effect on excess return. Based on the Granger Causal test, the study found that excess return granger cause investor sentiment, but not vice versa. Regarding macroeconomic factors, it can be concluded that macroeconomic variables, namely interest rates, the US S&P500 index, and exchange rate have a simultaneous effect on excess return, where the macroeconomic variables explain 22,64% excess return in the Indonesian stock market.*

**Keywords:** *Investor sentiment, macroeconomics, excess return, IHSG, GARCH*

### Abstrak:

Penelitian ini bertujuan untuk menguji pengaruh sentimen investor dan faktor fundamental makro ekonomi terhadap *excess return* yang berguna untuk pengambilan keputusan dalam mengoptimalkan portofolio. Penelitian menggunakan pasar agregat dengan tujuan untuk mengetahui keseluruhan pasar saham di Indonesia, dan digunakan data harian selama tahun 2020 dengan jumlah data 242 sesuai jumlah hari perdagangan pada tahun 2020. Penelitian ini menggunakan *trading volume, advance-decline ratio, market turnover, share turnover* sebagai indikator variabel sentimen investor. *SBI Interest Rate, S&P500 Index*, dan nilai tukar digunakan sebagai indikator faktor fundamental makroekonomi. Proksi variabel sentimen investor dianalisis menggunakan analisis komponen utama (*Principal Component Analysis/PCA*). Melalui analisis GARCH ditemukan sentimen investor berpengaruh positif pada *excess return*. Berdasarkan pengujian *Granger Causal*, penelitian menemukan *excess return* menyebabkan sentimen investor, tetapi tidak sebaliknya. Terkait variabel faktor makro ekonomi, dapat disimpulkan bahwa variabel makro ekonomi yaitu tingkat suku bunga, indeks AS S&P500, dan nilai tukar berpengaruh secara simultan terhadap *excess return*, di mana variabel makro ekonomi menjelaskan 22,64% *excess return* di pasar saham Indonesia.

**Keywords:** *sentimen investor, makro ekonomi, excess return, IHSG, GARCH*

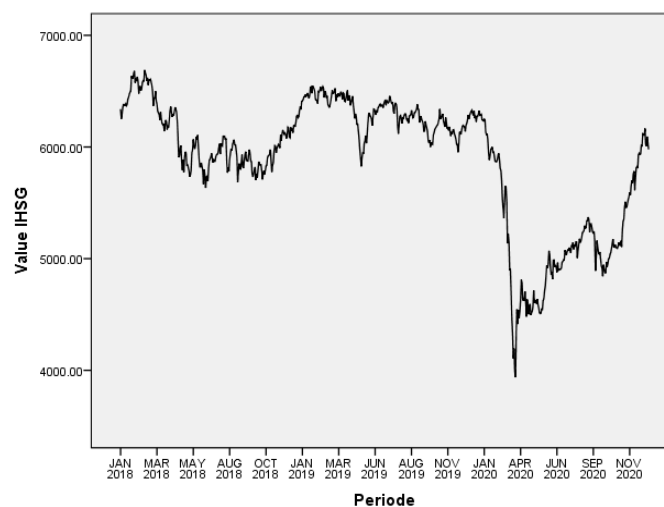
**JEL Classification:** G4

\*Corresponding Author

## Latar Belakang

Pasar keuangan tidak pernah lepas dari perubahan yang terjadi secara dinamis di dunia. Perubahan-perubahan tersebut berasal dari banyak faktor baik ekonomi, sosial, dan politik. Pada tahun 2020 ini terjadi perlambatan ekonomi global dikarenakan oleh adanya pandemik COVID-19 yang mewabah di seluruh dunia, tak terkecuali di Indonesia. Sejak kasus pertama pasien COVID-19 pada bulan Maret 2020 di Indonesia diumumkan, pemerintah langsung mengambil langkah pembatasan sosial yang mengakibatkan lesunya aktivitas perekonomian, termasuk kegiatan ekspor impor juga terganggu karena adanya pembatasan sosial di sejumlah negara. Perekonomian Indonesia mengalami kontraksi mulai pada kuartal I tahun 2020 dengan tingkat pertumbuhan ekonomi hanya 2,97%, berlanjut pada kuartal II dan kuartal III berturut-turut -5,32% dan -3,49% membuat Indonesia masuk ke dalam resesi ekonomi pada tahun 2020. Menanggapi resesi ini pemerintah telah melakukan berbagai upaya untuk memulihkan perekonomian Indonesia, salah satunya adalah dengan menurunkan tingkat suku bunga acuan. Kebijakan ini diambil oleh pemerintah dengan tujuan untuk menarik permintaan konsumen di pasar. Pasar saham juga terpengaruh oleh pandemik COVID-19 ini. Hal ini ditunjukkan dengan menurunnya Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) dengan titik terendah pada bulan Maret 2020 hingga Rp 3.927.

Gambar 1. Pergerakan IHSG Periode Tahun 2018 – 2020



Sumber: <https://finance.yahoo.com>

Penurunan IHSG ini terjadi karena adanya sentimen pasar terhadap kondisi yang terjadi, investor menarik investasinya dari pasar saham karena adanya risiko dari ketidakpastian, dan permintaan saham yang menurun menyebabkan menurunnya IHSG. Sentimen investor ditunjukkan dengan tindakan yang berbeda-beda dalam pengambilan keputusan terutama keputusan investasi di pasar keuangan. Dalam teori keuangan perilaku (*behavioral finance*), faktor psikologi dianggap mempunyai dampak terhadap pengambilan keputusan keuangan dan pasar keuangan, perilaku investor direfleksikan dalam harga saham dan fluktuasi pasar (Haritha & Rishad, 2020). Teori ini menjelaskan bahwa perilaku tidak rasional dari investor menyebabkan perbedaan harga aset dari nilai fundamentalnya, dan harga saham dipengaruhi oleh ekspektasi investor terhadap tingkat pengembalian. Sedangkan konsep *efficient market hypothesis* (EMH) dari teori ekonomi klasik menyatakan bahwa sebuah pasar dikategorikan efisien apabila semua informasi yang diperlukan tercermin dalam nilai saham ekuitas tertentu, dan menganggap harga pasar hanya dipengaruhi oleh informasi (Naik & Padhi, 2016). Konsep ini menganggap perilaku investor bukanlah faktor pengaruh terhadap harga saham.

Perilaku investor di pasar saham berbeda-beda tergantung pada preferensi risiko investor. Investor cenderung bersifat tidak rasional dalam menanggapi informasi yang ada di pasar. Sentimen investor mempengaruhi volatilitas harga merupakan dampak dari kombinasi reaksi terhadap kondisi pasar (Haritha & Rishad, 2020). Terdapat hubungan positif antara sentimen investor, volatilitas pasar dan variabel makroekonomi (Chiu, dkk., 2018) Dari literatur sebelumnya menunjukkan bahwa tidak ada pengertian yang pasti mengenai sentimen investor. Hal ini dikarenakan sentimen investor tidak dapat diamati secara langsung dan fisik. Haritha dan Rishad (2020) menemukan bahwa sentimen investor menyebabkan volatilitas melalui pengujian *Granger Causality*. Melalui analisis OLS, Naik dan Padhi (2016) menemukan bahwa sentimen investor berpengaruh signifikan terhadap *excess return* pasar. Ketika sentimen investor terurai menjadi sentimen positif dan negatif ditemukan hubungan yang asimetris. Sentimen investor positif memiliki dampak yang positif pada pengembalian

pasar dan begitu sebaliknya pada dampak yang negatif. Hasil ini menyiratkan bahwa ketika investor lebih optimis tentang pasar, mereka mendapatkan *return* yang lebih dan optimisme yang berlebih juga mengarahkan investor berinvestasi lebih banyak. Investor memiliki kecenderungan bersifat tidak rasional dalam melakukan investasi (Sumani, dkk., 2017). Pada penelitian lain, jenis investor mempengaruhi volatilitas *return* saham menyatakan bahwa investor individu atau ritel, investor institusi, dan investor asing memberikan pengaruh yang berbeda pada volatilitas *return* saham (Che, 2012). Hal ini dijelaskan dengan adanya perbedaan perilaku investor, contohnya adalah perilaku perdagangan (*trading behaviour*) dan reaksi investor terhadap *return* negatif dan positif. Bannigidadmath (2020) menemukan bukti preditabilitas hubungan antara sentimen konsumen dan pasar ekuitas pada tiga industri: barang konsumsi, layanan konsumen, dan minyak dan gas, dengan mempertimbangkan analisis industri daripada fokus pada pasar agregat. Penelitian dengan hasil berbeda dilakukan oleh Kencana (2019) yang menemukan bahwa sentimen investor tidak mempengaruhi *return*.

Perilaku investor berkaitan dengan ekspektasi investor terhadap imbal hasil (*return*) dan risiko (*risk*) investasi. Ketika sentimen investor positif, maka investor akan cenderung mengambil risiko dengan melakukan tindakan spekulatif, karena adanya kenaikan permintaan saham dari tindakan investor tersebut maka harga saham akan melambung dan memberikan *return* positif. Sebaliknya investor akan menghindari investasi pada saat sentimen investor negatif, investor akan menghindari risiko dengan menghindar atau menarik investasinya dan menyebabkan pasar saham mengalami penurunan harga saham karena rendahnya permintaan. Saham merupakan instrumen investasi yang dapat memberikan *return* yang besar. Sesuai dengan prinsip "*high risk high return*", saham merupakan instrumen investasi dengan risiko yang tinggi. Tujuan dari investasi saham adalah untuk mendapatkan *return* yang diharapkan melebihi suku bunga bebas risiko (*risk free rate*), di mana *return* tersebut diperoleh dari adanya volatilitas di pasar saham.

Dari penelitian-penelitian di pasar modal terkait teori perilaku keuangan ditemukan bahwa teori ekonomi klasik tidak dapat menjelaskan kesalahan harga sistematis di pasar modal karena faktor sentimen investor. Kesalahan harga muncul dari kombinasi dua faktor, yaitu perubahan sentimen di pihak pedagang tidak rasional, dan batas arbitrase dari pihak rasional (Baker & Wurgler, 2007). Apabila berdasarkan konsep *efficient market hypothesis* (EMH), harga pasar dipengaruhi oleh informasi, maka informasi ini dianggap oleh teori keuangan perilaku sebagai noise. Kedua hal ini seringkali sulit dibedakan. Noise dalam teori keuangan perilaku merupakan bagian dari perilaku investor yang tidak rasional yang memungkinkan perdagangan spekulatif dan inefisiensi pasar. Faktor makro ekonomi menjadi salah satu informasi bagi investor dalam pengambilan keputusan investasi.

Pergerakan harga saham tidak terlepas dari kondisi perekonomian nasional, Informasi terkait faktor fundamental ekonomi makro seringkali mempengaruhi sentimen investor sehingga berpengaruh juga terhadap harga dan *return* saham. Penelitian terkait faktor fundamental makroekonomi dilakukan menggunakan indikator yang berbeda-beda. Wahyudi, dkk. (2018) menemukan faktor ekonomi makro berupa jumlah uang beredar, PDB, inflasi, dan SBI *rate* mempengaruhi IHSG. Putra (2016) mendapatkan hasil nilai tukar, SBI *rate*, dan inflasi berpengaruh terhadap IHSG. Penelitian Mirayanti dan Wirama (2017), dan Sunaryo (2013) juga mendapatkan hasil variabel ekonomi makro mempengaruhi *return* saham. Sedangkan Oktavia dan Handayani (2018) mendapatkan hasil berbeda, dengan menggunakan nilai tukar sebagai faktor ekonomi makro tidak ditemukan adanya pengaruh terhadap IHSG.

Berdasarkan Surat Edaran Bank Indonesia Nomor 10/28/DPM tentang Sertifikat Bank Indonesia melalui lelang disebutkan bahwa SBI *interest rate* adalah surat berharga dalam mata uang rupiah yang diterbitkan oleh Bank Indonesia sebagai pengakuan utang berjangka waktu pendek. SBI *interest rate* ditawarkan melalui lelang, penjualan SBI *interest rate* dilakukan oleh Bank Indonesia dalam rangka pelaksanaan kebijakan moneter. Jika Bank Indonesia menaikkan suku bunga acuan, berarti bank sentral menarik uang dari pasar. Sehingga harga obligasi akan turun. Sebaliknya, jika Bank Indonesia menurunkan suku bunga acuan, berarti BI menawarkan uang di pasar. Sehingga harga obligasi akan naik. Perubahan harga obligasi ini berpengaruh pada pasar saham, apabila harga obligasi tinggi, investor akan lebih memilih investasi pada saham. Sesuai dengan penelitian Wahyudi, dkk. (2018) bahwa apabila SBI *interest rate* turun maka investor akan terdorong untuk memilih investasi saham karena pendapatan bunga yang dihasilkan dari investasi di bank atau obligasi akan turun sehingga permintaan saham akan meningkat dan menyebabkan harga saham juga meningkat.

Investor saat memilih investasi di pasar modal juga mempertimbangkan faktor-faktor global yang mempengaruhi perekonomian dan pasar saham seperti indeks global maupun nilai tukar. Dalam penelitiannya,

Riantani dan Tambunan (2013) menguji apakah indeks global mempengaruhi *return* saham. Pengujiannya dilakukan terhadap beberapa indeks luar negeri dan didapatkan bahwa beberapa indeks global mempengaruhi *return* saham dikarenakan sentimen investor terkait kondisi perekonomian dunia. Dengan meningkatnya indeks saham di Amerika Serikat menunjukkan kinerja ekonomi Amerika Serikat mengalami perbaikan. Sehingga, Indonesia sebagai negara yang menjadi tujuan ekspor akan mengalami dampaknya, dengan meningkatnya kinerja ekonomi Amerika Serikat dapat meningkatkan perekonomian Indonesia baik dalam kegiatan ekspor maupun permodalan, baik melalui investasi dan melalui pasar modal (Ernayani, 2015). Assagaf, dkk. (2019) menemukan nilai tukar mempengaruhi *return* di pasar saham Indonesia. Pelemahan nilai tukar menyebabkan kerugian perusahaan atau industri yang akan menyebabkan menurunnya kinerja dan *return* saham.

Oleh karena adanya perbedaan asumsi dari teori ekonomi klasik dan teori keuangan perilaku maka dilakukanlah penelitian yang bertujuan untuk melihat pengaruh sentimen investor terhadap *excess return*. Dan faktor ekonomi makro sebagai salah satu informasi bagi investor dalam pengambilan keputusan investasi maka penelitian ini juga menguji apakah terdapat pengaruh dari faktor fundamental makroekonomi terhadap *excess return*. Diharapkan dengan penelitian ini dapat membantu investor dalam pengambilan keputusan dalam mengoptimalkan portfolio investasi.

### Metode Penelitian

Penelitian terkait dengan sentimen investor dan faktor fundamental makro ekonomi terhadap *excess return* ini merupakan penelitian kuantitatif yang menggunakan data sekunder dengan obyek penelitian pasar agregat. Penelitian menggunakan pasar agregat (IHSG) dengan tujuan untuk mengetahui keseluruhan pasar saham di Indonesia, dan digunakan data harian selama tahun 2020 dengan jumlah data 242 sesuai dengan jumlah hari perdagangan pada tahun 2020. Sentimen investor diukur menggunakan proksi volume perdagangan (TV), *advance-decline* ratio (ADR), perputaran pasar (MT), dan perputaran saham (ST) yang dianalisis dengan menggunakan *Principal Component Analysis* (PCA). Faktor makroekonomi yang digunakan adalah tingkat suku bunga, indeks luar negeri, dan nilai tukar. Untuk tingkat suku bunga (*interest rate*) yang digunakan adalah SBI Rate 3 bulan (Indonesia's three-month interbank rate). Penelitian ini menggunakan index S&P500 sebagai indeks AS (berbeda dengan penelitian lain sejenis yang menggunakan indeks Dow Jones sebagai indeks AS), karena indeks ini terdiri dari 500 perusahaan yang memiliki kapitalisasi pasar terbesar di Amerika Serikat, sehingga indeks ini mewakili pasar Amerika Serikat secara keseluruhan. Data sekunder yang digunakan diambil melalui situs resmi dari Bursa Efek Indonesia (<https://idx.co.id/>), Bank Indonesia ([www.bi.go.id](http://www.bi.go.id)), dan [finance.yahoo.com](http://finance.yahoo.com). Analisis GARCH digunakan untuk model estimasi pengaruh sentimen investor terhadap *excess return*, dan pengujian hipotesis dilakukan dengan menggunakan Granger Causality karena diduga adanya hubungan kausalitas antara kedua variabel. Sedangkan analisis regresi linear berganda digunakan untuk mengetahui hubungan antara faktor makroekonomi dengan *excess return*.

### Hasil

Tabel 1 di bawah menunjukkan bahwa selama periode penelitian rata-rata *excess return* negatif yang berarti bahwa selama tahun 2020 imbal hasil dari IHSG lebih rendah daripada tingkat bunga bebas risiko. Rata-rata dari semua indikator sentimen investor bernilai positif.

Tabel 1. Statistik Deskriptif Variabel Penelitian

	ER	TV	ADR	MT	ST	IR	US	EX
Mean	-0.046956	8.86E+09	0.946606	0.001484	0.873642	0.046883	3220.692	14574.04
Median	-0.045690	7.09E+09	0.797731	0.001205	0.775546	0.046527	3282.105	14557.01
Maximum	0.053251	3.28E+10	3.343137	0.005400	3.486862	0.055062	3735.360	16741.00
Minimum	-0.116771	2.64E+09	0.097990	0.000451	0.300227	0.040500	2237.400	13612.00

Sumber: Data Diolah (2021)

Sentimen investor didapatkan dengan menggunakan PCA dengan tujuan untuk menangkap kelompok variabel indikator untuk variabel sentiment investor, yaitu dengan menggunakan empat proksi dan masing-masing lag sehingga memberikan 8 faktor pemuatan. Kemudian memperhitungkan koefisien korelasi antar variabel tersebut, selanjutnya memilih variabel dengan atau tanpa lag dengan memilih nilai korelasi yang lebih besar untuk mengestimasi sentimen investor sebagai komponen utama dari martiks korelasi dari empat variabel yang sudah dipilih.

Tabel 2. Tabel Proporsi Kumulatif Variabel Sentimen Investor

Number	Value	Difference	Proportion	Cumulative Value	Cumulative Proportion
1	2.898862	1.987120	0.7247	2.898862	0.7247
2	0.911743	0.722416	0.2279	3.810605	0.9527
3	0.189327	0.189259	0.0473	3.999932	1.0000
4	6.78E-05	-	0.0000	4.000000	1.0000

Sumber: Data Diolah (2021)

Berdasarkan analisis yang dilakukan pada tabel di atas didapatkan satu komponen utama yang digunakan dengan proporsi sebesar 0,7247, yang menunjukkan bahwa komponen utama tersebut dapat menangkap 72,47% keragaman data. Setelah didapatkan kelompok variabel sentimen investor perlu dilakukan uji akar unit untuk menguji apakah data *time series* yang digunakan stasioner atau tidak.

Tabel 3. Tabel Uji Akar Unit Variabel Sentimen Investor

Variable	t-statistic	Test Critical Values			Probability
		1% level	5% level	10% level	
In Level					
Sent	-1.801056	-3.457630	-2.873440	-2.573187	0.3795
ER	-6.102519	-3.457630	-2.873440	-2.573187	0,0000
In 1 <sup>st</sup> Difference					
D(Sent)	-18.72299	-3.457630	-2.873440	-2.573187	0,0000

Sumber: Data Diolah (2021)

Hasil uji Augmented Dickey-Fuller (ADF) yang disajikan pada tabel di atas menunjukkan bahwa variabel *excess return* stasioner, sedangkan variabel sentimen investor mempunyai akar unit atau tidak stasioner, sehingga untuk mengatasinya dilakukan *differencing stokastik*. Setelah dilakukan *differencing* pada tingkat pertama, variabel sentiment investor stasioner ditunjukkan dengan tingkat probabilitas < 0,01 dan t-Statistik > nilai kritis pada tingkat 1%.

Berikutnya ditentukan model yang dapat mengestimasi pengaruh dari sentimen investor terhadap *excess return*. Berdasarkan analisis yang dilakukan didapatkan model GARCH (1,1) yang dapat membantu analisis karakter volatilitas data.

Tabel 4. Analisis Model GARCH

Variable	Coefficient	z-Statistic	Prob.
C	-0.044277	-53.57847	0.0000
D(Sent)	0.002135	2.048317	0.0405
Variance Equation			
C	2.71E-05	2.805793	0.0050
RESID(-1)^2	0.314178	3.718314	0.0002
GARCH(-1)	0.610975	6.763470	0.0000

Sumber: Data Diolah (2021)

Tabel di atas menunjukkan koefisien varians residual dan koefisien GARCH periode yang lalu keduanya signifikan secara statistik yaitu probabilitas dari keduanya < 0,01 sehingga model GARCH (1,1) adalah model yang tepat, dan koefisien dari model varians > 0 menunjukkan model terspesifikasi dengan baik. Koefisien sentimen investor bernilai positif menunjukkan sentimen investor berpengaruh positif terhadap *excess return*.

Uji Granger Causality digunakan untuk menguji hubungan kausal antara sentimen investor dengan *excess return* dan untuk menentukan arah hubungan kedua variabel. Dari tabel 5 didapatkan hasil bahwa *excess return* menyebabkan sentimen investor ditunjukkan dengan probabilitas hipotesis pertama pada analisis Granger Causality 0,0009 < 0,01 sehingga hipotesis ditolak. Sedangkan sentimen investor tidak menyebabkan *excess return*.

Tabel 5. Pengujian Granger Causality

Hipotesis	F-Statistic	Prob.
ER does not Granger Cause D(Sent)	11.3845	0.0009
D(Sent) does not Granger Cause ER	2.02707	0.1558

Sumber: Data Diolah (2021)

Sebelum dilakukan pengujian pengaruh faktor fundamental makroekonomi berupa SBI *interest rate*, S&P 500 Index, dan nilai tukar terhadap *excess return*, dilakukan terlebih dulu uji asumsi multikolinearitas, heteroskedastisitas dan autokorelasi.

Tabel 6. Hasil Pengujian Asumsi Klasik

Variabel	Ada/Tidak	Penanganan
Multikolinearitas	Tidak	-
Heteroskedastisitas	Ada	Koreksi ( <i>White</i> )
Autokorelasi	Tidak	-

Sumber: Data Diolah (2021)

Dari hasil uji asumsi multikolinearitas yang telah dilakukan didapatkan bahwa tidak terjadi multikolinearitas dalam model regresi dengan nilai VIF untuk SBI *interest rate* (2,9567), S&P 500 Index (4,4120), dan nilai tukar (3,3452) lebih kecil dari 10.

Uji asumsi heteroskedastisitas dilakukan dengan menggunakan prosedur *White* dan didapatkan adanya heteroskedastisitas dalam model regresi dengan nilai  $Obs \cdot R\text{-squared}$  mempunyai nilai probabilitas Chi-square yang signifikan (nilai  $p=0,000$ ). Hasil ini menunjukkan adanya masalah dalam model regresi sehingga perlu dilakukan koreksi. Koreksi heteroskedastisitas dilakukan dengan prosedur *White*. Melalui prosedur ini dilakukan koreksi *standar error*, *t statistic*, dan *p value* hingga tidak ada lagi masalah heteroskedastisitas pada model regresi.

Masalah autokorelasi tidak terjadi pada model regresi karena nilai DW (2.0111) lebih besar dari nilai DL (1,78012). Setelah dilakukan pengujian asumsi klasik maka dilakukan analisis regresi linear berganda untuk melihat pengaruh variabel bebas yaitu faktor fundamental makroekonomi berupa SBI *interest rate*, S&P 500 Index, dan nilai tukar, terhadap variabel terikat *excess return*. Melalui analisis ini didapatkan juga besarnya koefisien determinasi yang menunjukkan besarnya pengaruh variabel bebas secara simultan terhadap variabel terikat.

Tabel 7. Regresi Linear Berganda

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.389660	0.110669	-3.520953	0.0005
SBI Interest rate	0.270156	0.441675	1.761012	0.5413
Indeks S&P 500	3.66E-05	9.18E-06	1.761012	0.0001
Exchange Rate	1.46E-05	4.49E-06	3.241627	0.0014
R-Squared	0.235997	F-Statistic		24.50572
Adjusted R-squared	0.226367	Prob(F-Statistic)		0.000000

Sumber: Data Diolah (2021)

Dari hasil uji pengaruh pada analisis regresi linear berganda pada tabel di atas didapatkan F hitung sebesar 24,50572 dengan Prob F-Statistic sebesar 0.0000. Oleh karena probabilitas lebih kecil dari 0,01, dan koefisien regresi faktor fundamental makroekonomi berupa SBI *interest rate* (0.270156), S&P 500 Index (3.66E-05), dan nilai tukar (1.46E-05) tidak sama dengan nol maka dapat disimpulkan bahwa secara simultan ketiga variabel faktor makroekonomi mempengaruhi *excess return*. Besar *adjusted R<sup>2</sup>* 0,226367 menerangkan bahwa variasi SBI *interest rate*, S&P 500 Index, dan nilai tukar mampu menjelaskan 22,64% variabel *excess return*, sedangkan sisanya 77,36% dijelaskan oleh variabel lain.

## Pembahasan

### Pengaruh Sentimen Investor terhadap *Excess Return*

Analisis terkait pengaruh sentimen investor terhadap *excess return* mendapatkan hasil bahwa sentimen investor mempunyai pengaruh positif terhadap *excess return* yaitu ketika sentimen investor meningkat maka *excess return* juga meningkat, dan sebaliknya. Ketika sentimen positif maka investor akan meningkatkan investasi

karena adanya harapan meningkatnya *excess return*, ketika sentimen negatif maka investor akan mengurangi investasi karena ekspektasi negatif atas *excess return* yang bisa dihasilkan. Hasil ini berkontribusi pada penelitian Naik dan Padhi (2016) yang menyimpulkan bahwa berdasarkan hasil analisis menggunakan model OLS dan EGARCH, indeks sentimen secara positif mempengaruhi *excess return*. Kencana (2019) menemukan hasil yang berbeda yaitu sentimen investor tidak mempengaruhi *return*.

Hasil ini memperlihatkan sentimen investor berupa optimisme dan pesimisme investor terhadap kondisi pasar menyebabkan pengambilan keputusan investasi oleh investor. Di mana ketika investor optimis maka mereka akan melakukan investasi lebih banyak yang akan menyebabkan meningkatnya *excess return*. Sedangkan saat investor merasa pesimis terhadap kondisi pasar maka investor cenderung akan menghindari risiko yang menyebabkan menurunnya *return* di pasar modal.

Penelitian ini menemukan tidak adanya hubungan kausal antara variabel sentimen investor dan *excess return* pada lag pertama melalui pengujian Granger Causality. Hasil yang didapatkan *excess return* menyebabkan sentimen investor dan tidak sebaliknya. Hasil penelitian ini mendukung penelitian Naik dan Padhi (2016) yang menyimpulkan bahwa *excess return* menyebabkan tren di pasar yang pada akhirnya mempengaruhi sentimen investor. Hasil berbeda didapatkan oleh Haritha dan Rishad (2020) yang menyatakan bahwa sentimen investor menyebabkan volatilitas dari imbal hasil di pasar, bukan sebaliknya. Penelitian tersebut menyimpulkan bahwa sentimen investor yang disebabkan oleh *noise trader* membuat investor melakukan tindakan spekulatif sehingga menyebabkan volatilitas di pasar saham. *Excess return* menyebabkan sentimen, karena pesimisme dan optimisme investor ditimbulkan karena adanya volatilitas harga di pasar.

#### **Pengaruh faktor fundamental makroekonomi terhadap *excess return***

Hasil penelitian yang dilakukan menyatakan bahwa secara simultan faktor fundamental makroekonomi berupa SBI *interest rate*, S&P 500 Index, dan nilai tukar mempengaruhi *excess return*. Hasil yang didapatkan ketiga variabel mempunyai pengaruh positif terhadap *excess return*. Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian Putra (2016) yang memberikan hasil analisis bahwa faktor ekonomi makro yang digunakan berupa nilai tukar rupiah, SBI Rate dan inflasi berpengaruh signifikan terhadap IHSG di Bursa Efek Indonesia. Hal yang sama pula disampaikan oleh Wahyudi, dkk. (2018) bahwa secara bersamaan ada pengaruh yang signifikan antara variabel makro ekonomi terhadap Jakarta Composite Index di mana variabel makro ekonomi yang digunakan adalah jumlah uang yang beredar, PDB, inflasi, SBI *rate*.

Hasil penelitian Oktavia dan Handayani (2018) menggunakan nilai tukar sebagai variabel makro ekonomi dan menunjukkan hasil yang berbeda dari penelitian ini, Oktavia dan Handayani (2018) menemukan tidak terdapat pengaruh yang signifikan dari variabel nilai tukar rupiah terhadap IHSG di Bursa Efek Indonesia. Mirayanti dan Wirama (2017) mendapatkan hasil pengaruh variabel ekonomi makro berupa inflasi, nilai tukar, suku bunga, PDB, dan jumlah uang beredar terhadap *return* sebesar 23,4%, sedangkan Sunaryo (2013) mendapatkan hasil variabel inflasi, suku bunga, perubahan kurs, dan perubahan jumlah uang beredar signifikan berpengaruh terhadap *return* IHSG dengan besarnya pengaruh sebesar 24,80%. Penelitian ini memperoleh hasil besarnya pengaruh faktor fundamental makroekonomi terhadap *excess return* secara simultan sebesar 22,64%.

#### **Kesimpulan**

Penelitian tentang hubungan sentimen investor dan faktor fundamental makroekonomi dengan *excess return* ini mendapatkan hasil sentimen investor berpengaruh positif pada *excess return* melalui analisis GARCH. Melalui pengujian Granger Causality ditemukan bahwa *excess return* menyebabkan sentiment investor dan bukan sebaliknya. Terkait variabel faktor makro ekonomi, penelitian ini menyimpulkan bahwa variabel makro ekonomi yaitu tingkat suku bunga, indeks AS S&P500, dan nilai tukar berpengaruh secara simultan terhadap *excess return*, di mana ketiga variabel makro ekonomi menjelaskan 22,64% *excess return* di pasar saham Indonesia dengan 77,36% sisanya dijelaskan oleh faktor lain. Dari hasil penelitian ini maka sebaiknya pembuat kebijakan memperhatikan *excess return* yaitu baik dari segi imbal hasil pasar saham maupun dari segi tingkat bunga bebas risiko. Dengan perhatian tersebut, tren pasar yang dapat mempengaruhi sentimen investor dapat lebih dikendalikan. Pengambil keputusan juga perlu memperhatikan sentimen di pasar dan faktor-faktor makroekonomi dalam pengambilan keputusan guna mengoptimalkan portfolio.

## Daftar Pustaka

- Assagaf, A., Murwaningsari, E., Gunawan, J., & Mayangsari, S. (2019). The Effect of Macro Economic Variables on Stock Return of Companies That Listed in Stock Exchange: Empirical Evidence from Indonesia. *International Journal of Business and Management*, 14(8), 108. <https://doi.org/10.5539/ijbm.v14n8p108>
- Baker, M., & Wurgler, J. (2007). Investor sentiment in the stock market. *Journal of Economic Perspectives*, 21(2), 129–151. <https://doi.org/10.1257/jep.21.2.129>
- Bannigidadmath, D. (2020). Consumer sentiment and Indonesia's stock returns. *Buletin Ekonomi Moneter Dan Perbankan*, 23, 1–14. <https://doi.org/10.21098/bemp.v23i0.1194>
- Che, L. (2012). Investor Types and Stock Return Volatility. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.1731594>
- Chiu, C. wai, Harris, R. D. F., Stoja, E., & Chin, M. (2018). Financial Market Volatility, Macroeconomic Fundamentals and Investor Sentiment. *Journal of Banking and Finance*, 92. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2018.05.003>
- Ernayani, R. (2015). Pengaruh Kurs Dolar, Indeks Dow Jones Dan Tingkat Suku Bunga SBI Terhadap IHSG (Periode Januari 2005 – Januari 2015). *JST (Jurnal Sains Terapan)*, 1(2), 108–115. <https://doi.org/10.32487/jst.v1i2.98>
- Haritha, P. H., & Rishad, A. (2020). An empirical examination of investor sentiment and stock market volatility: evidence from India. *Financial Innovation*, 6(1). <https://doi.org/10.1186/s40854-020-00198-x>
- Kencana, A. P. P. (2019). Analisis Hubungan Antara Sentimen Investor dan Imbal Hasil Pasar Saham dengan Pendekatan Aliran Dana Reksa Dana dan Analisis Vector Autoregressive (Var). *Jurnal Ilmiah Ekonomi Bisnis*, 24(3), 204–214. <https://doi.org/10.35760/eb.2019.v24i3.2021>
- Mirayanti, N. M., & Wirama, D. G. (2017). Pengaruh Variabel Ekonomi Makro pada Return Saham LQ45 di Bursa Efek Indonesia. *E-Jurnal Akuntansi Universitas Udayana*, 21(1), 505–533.
- Naik, P. K., & Padhi, P. (2016). Investor sentiment, stock market returns and volatility: Evidence from National Stock Exchange of India. *International Journal of Management Practice*, 9(3), 213–237. <https://doi.org/10.1504/IJMP.2016.077816>
- Oktavia, S., & Handayani, W. (2018). Effect of Rupiah Exchange Rate, GDP Growth, and Dow Jones Index on Composite Stock Price Index in Indonesia Stock Exchange. *Journal of Accounting and Strategic Finance*, 1(01), 23–32. <https://doi.org/10.33005/jasf.v1i01.24>
- Putra, D. A. A. (2016). The Effect of Rupiah/US\$ Exchange Rate, Inflation and SBI Interest Rate on Composite Stock Price Index (CSPI) in Indonesia Stock Exchange. *International Conference on Education*, 202–214.
- Riantani, S., & Tambunan, M. (2013). Analisis Pengaruh Variabel Makroekonomi dan Indeks Global terhadap Return Saham. *Seminar Nasional Teknologi Informasi & Komunikasi*, 2013(16), 532–537.
- Sumani, S., Sandroto, C. W., & Mula, I. (2017). Perilaku Investor Di Pasar Modal Indonesia. *EKUITAS (Jurnal Ekonomi Dan Keuangan)*, 17(2), 211. <https://doi.org/10.24034/j25485024.y2013.v17.i2.2250>
- Sunaryo. (2013). Analisis Pengaruh Variabel-variabel Ekonomi Makro Terhadap Return Saham. *Binus Business Review*, 4(1), 541–550. <https://doi.org/https://doi.org/10.21512/bbr.v4i1.1418>
- Wahyudi, R. N., Asdar, M., & Nohong, M. (2018). the Influence of Macroeconomic Variables Toward Jakarta Composite Index on Indonesia Stock Exchange. *JBMI (Jurnal Bisnis, Manajemen, Dan Informatika)*, 14(2), 131–148. <https://doi.org/10.26487/jbmi.v14i2.2164>